全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

| 价值极高的投资和商业决策参考书，理解经济运行必备 |

读懂经济指标洞悉投资机会

（第三版）

[美]埃维莉娜·M·泰纳（Evelina M. Tainer） 著
程 悦 译

USING ECONOMIC INDICATORS TO IMPROVE INVESTMENT ANALYSIS（3E）

中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读懂经济指标洞悉投资机会

（第三版）

[美]埃维莉娜·M·泰纳（Evelina M. Tainer） 著
程 悦 译

USING ECONOMIC INDICATORS TO IMPROVE INVESTMENT ANALYSIS（3E）

中国人民大学出版社
·北 京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

读懂经济指标 洞悉投资机会：第3版/（美）泰纳（Tainer，E.M.）著；程悦译．—北京：中国人民大学出版社，2014.6
ISBN 978-7-300-19548-3

Ⅰ.①读… Ⅱ.①泰…②程… Ⅲ.①经济指标-基本知识②投资决策-基本知识 Ⅳ.①F222 ②F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2014）第136958号

读懂经济指标 洞悉投资机会（第三版）
[美] 埃维莉娜·M·泰纳 著
程 悦 译
Dudong Jingji Zhibiao Dongxi Touzi Jihui

出版发行	中国人民大学出版社		
社　　址	北京中关村大街31号	**邮政编码**	100080
电　　话	010-62511242（总编室）		010-62511770（质管部）
	010-82501766（邮购部）		010-62514148（门市部）
	010-62515195（发行公司）		010-62515275（盗版举报）
网　　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com(人大教研网)		
经　　销	新华书店		
印　　刷	北京中印联印务有限公司		
规　　格	180 mm×250 mm 16开本	**版　　次**	2014年7月第1版
印　　张	20 插页1	**印　　次**	2014年7月第1次印刷
字　　数	297 000	**定　　价**	49.00元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

无论是个人投资者还是企业投资者，想要在金融市场上进行有效投资，获取丰厚的利润，都需要了解宏观经济。随着我国金融市场的发展，越来越多的投资者开始认识到市场信息的价值。但是在这个信息爆炸的时代，我们很容易就会被充斥于网络、电视和报纸的各种经济传闻、经济报道和专家分析所迷惑。如何理解所获得的市场信息，并在第一时间做出正确的投资决策是每个投资者都关注的问题。而经济指标正是破解经济信息、理解市场行为的钥匙。正确地解读经济指标所蕴含的信息会帮助你把握市场的脉络，做出成功的投资决策。

本书的作者埃维莉娜·泰纳女士是 Econoday 公司——一个向专业和非专业投资者提供在线经济分析和教育的机构——的首席经济学家，在此之前她曾经担任过卡尔期货的首席经济学家和芝加哥第一国民银行的资深国内经济学家和副总裁，深谙短期预测分析。她还曾在包括伊利诺伊大学和西北大学在内的多所美国大学任教，因此她不仅仅具有深厚的理论功底，同时还有着丰富的实践经验，也正因为如此，本书没有单纯停留在对经济理论的介绍上，而是将经济指标概念的介绍与现实中的市场运作以及指标的实际运用紧密联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全书共分为十二章，前九章在介绍市场相关基本概念的基础上，按照不同的经济部门进行划分，分别介绍各部门的经济指标，以及股票市场、债券市场和外汇市场投资者对该指标变动的反应。此外，“你知道吗?”部分提供了一些额外的有用信息，而“注意!”部分则指出了在进行指标分析时常见的数据陷阱和需要着重关注的部分。随后两章分别介绍美联储和财政部融资，因为只有了解货币政策制定过程才能够把握金融市场命脉。最后一章则是结合作者的实际投资经历，对现实中运用经济指标制定战略性投资决策的方法进行介绍。附录部分提供了作者所认为的最好的信息来源。

尽管本书对于经济指标的介绍是基于美国而非中国的市场，但经济指标的含义是相同的，对金融市场的影响机制也是一致的。虽然与美国相比，中国的金融市场不够完善，很多时候很难用简单的经济金融规律进行解释，投资者也依然希望获得“内部消息”来获取丰厚的利润，但随着我国金融市场的不断发展和完善，投资者的投资行为也将变得更加理性和成熟，经济指标在投资者决策中将会发挥越来越大的作用。正因为如此，本书对我国的投资者具有重要的借鉴意义。

本书并非仅仅针对专业的金融市场人士，任何希望理解当前主要经济数据的读者都会从本书中有所收获。如果你尚未涉足金融市场，但是想对日常发布的众多经济指标有一个深入和全面的了解，那么本书是你的不二之选；如果你已经投身股票债券市场多年，但仍然对这个市场的运行充满了困惑，或许阅读这本书能够帮助你获得破解经济谜团的钥匙。而我作为一名在高校从事金融投资类课程教学的教师，在本书的翻译过程中，也感觉收获颇多。阅读完本书，或许你无法成为金融市场上的巴菲特，但相信你一定会从中获得有益的启示。

尽管译者尽了很大努力，但是由于种种原因，译文中难免存在着不尽人意之处，真诚地希望读者批评指正。

程　悦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

很高兴能在此感谢那些为本书写作提供帮助和改进意见的人们。我要感谢哈弗分析（Haver Analytics）的Maurine Haver，曾是我在芝加哥第一国民银行的同事、现任纽约联邦储备银行高级副总裁的Charles Steindel，以及我在《国际市场新闻》的朋友们，尤其是Terry Sheehan、Denny Gulino和Tony Mace。

与往常一样，政府统计机构的经济学家们不仅仅向我提供了未公开发布的数据，还回答了我的很多问题。尤其是来自经济分析局、劳工统计局、人口普查局以及纽约联邦储备银行的经济学家们，给了我非常大的帮助。

当我在伊利诺伊大学芝加哥分校教书的时候，一些学生对本书的最新章节提出了建设性的意见。我要感谢他们，特别是Dan Heir、Wendy Ku和Patrick O'Meara。

我的好友兼同事Anne Picker已经读过了本书的前两版。我要感谢她这些年的鼓励和支持。我在Econoday的编辑Mark Pender自愿承担了阅读本书原稿的工作。我要感谢他有见地的评论以及高超的编辑技巧。

我尤其要感谢我的丈夫Joe Loescher，他尽全力鼓励我、支持我。作为一名没有任何经济学和金融学背景的骑摩托车的律师和狂热的投资者，他帮助我从一个崭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的角度来看待投资过程。毫无疑问，我最好的想法都是来自于我们的讨论和争论！

最后，我要感谢 John Wiley & Sons 出版社的编辑，尤其是引导我整个写作出版过程的 Bill Falloon、Laura Walsh、Todd Tedesco 和 James Reidel。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

有种“象牙塔”观点认为，你无法将经济学理论运用到现实世界中，而这显然是错误的。消费者、投资者，乃至政府部门的政策制定者能够将经济原理、经济事件和经济状况运用到他们的日常生活、以营利为目的的投资，以及政策的制定之中但有些时候，由公共和私营机构报告的经济指标被误读了。有重要意义的经济指标被忽视，而某些并不重要的指标却得到过度的关注。因此，人们很难对现有的经济环境及其所蕴含的关于未来经济的信息有一个清晰正确的理解。这就是我写这本书的原因。而早在 20 多年前，这本书的雏形就已经开始形成了。

成功的交易和投机、有利可图的投资、正确的决策制定，以及有效的购买行为都需要行为主体能够对相关数据有正确透彻的认识和理解。这包括对公开披露的报告信息保有适当的怀疑，并时刻对现有趋势下的偏离保持关注。本书将会对公共和私营机构发布的经济指标的相关细节进行介绍。当你读完这本书，你将能够辨别报告的数据是否可信，抑或是否需要更为深入的分析才可进一步评估它们在当前经济环境中的作用。

这本书的目的并不是让你变为一名经济学家，而是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帮助你理解经济学家用来评估当前经济环境时所监控的经济因素和统计序列。当你为家庭或公司制定投资决策时，这些经济序列将会具有同样的意义。当然，债券交易员根据统计数据所做出的相应投资决策和制造业高管或消费者所做的金融投资决策将会有所不同。但无论如何，投资者（包括债券交易员、制造商或消费者）或政府的决策者必须要理解经济指标的含义，从而做出理性的决策。

我在进行本书的写作时试图使用简单的语言，而非仅有特定人群能够理解的经济或商业术语。通过使用非技术性的术语对经济统计数据进行描述，也通过帮助读者熟悉金融市场参与者常用的语言，使个人投资者等能够对经济指标和金融市场间的关系有更好的理解。利率和汇率的变化会对经济活动产生影响，而经济指标的变化也会带来股票价格、利率和美元汇率的上升或下降。那些与金融市场没有紧密联系的消费者和投资者也许会认为“强劲的经济增长会对债券市场产生不利影响”这一观点很难理解。（有时“好”的经济变化，例如失业率的下降，会带来利率的上升。）我将会解释其原因。

金融市场参与者为了预测财政政策和货币政策变化——这些变化最终将会影响利率、股票价格和美元汇率——需要了解如何分析经济指标并寻找市场异象。如果这些经济变量被误读，那么他们将做出错误的市场反应，他们对未来美联储政策的最优预测也将是错误的。例如，非农就业人口大幅上涨往往意味着经济增长强劲，并且会带来利率的上升。但如果经济活动缺乏活力，并且就业人口的上升是源于某些特殊因素，如汽车工人在一场旷日持久的劳资纠纷后返回工作岗位，这就会对经济产生危害。如果决策者并未注意到数据中这一特殊情况，就会误读经济数据，政策的制定就会基于当前和未来经济状况的错误信息。例如，在一个良好的就业状况下，美联储可能因担心通胀压力而采取不必要的紧缩措施。而如果美联储的决策者和经济学家密切关注各项经济指标并且意识到了这一潜在的巧合，就不会出现这一问题。

国会的政府决策者以及在联邦机构、州和地方政府机构的官僚们需要对当前的经济状况有一个正确的认识。他们也有可能由于忽视了数据中存在的偶然情况而误读经济数据，从而制定错误的决策。州和地方政府的领导者需要了解利率环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境，因为他们需要借钱和发行免税证券。

并非只有金融市场参与者和决策者才需要对经济新闻有正确的解读。学习经济学的商科学生并未从他们所学的课程中了解到经济理论和现实世界的联系。媒体人也需要理解经济信息，然后再传播给大众（大众往往仅依赖从媒体获得的信息来进行经济决策）。

这本书对读者而言有三方面的功能：它描述了经济指标以及它们之间的细微差别；解释了市场对于消费者、投资者、政府官员以及那些并未直接参与到金融市场中的人们的行为的反应；并且向个人投资者表明，他们可以结合自己实际情况有效运用经济指标，制定长期战略投资决策。

本书的每一章都将介绍不同的经济指标，固定收益市场、外汇市场和股票市场对这些经济指标变化的市场反应，以及在指标数据序列中尤其需要关注的要点。经济指标按照诸如消费、投资、通货膨胀等不同的经济领域进行划分。如果你是一个成熟的金融市场参与者，那么“市场反应”部分就可以简单阅读。但是，即使是成熟的市场参与者也会在此部分发现有用的信息。“注意！”部分也非常重要，它指出了一些常见和不常见的数据异常及某些潜在的特殊因素。

第 1 章将经济指标与金融市场相联系，对经济中的周期现象以及在周期中运行的市场进行了基本描述。这一章还对市场心理的基本知识进行了讨论，并解释了从某一角度来看我们都是金融市场的参与者。

第 2 章使用标准的国民收入核算方法对宏观经济框架进行了概述。讨论将集中于 GDP（国内生产总值），并对公司利润来源的账户收方进行解释。这一章还介绍了经济分析的框架结构。

第 3 章讨论了作为美国经济主要组成部分的消费部门。讨论内容包括每月、每季度或更为频繁的报告中反映消费者行为的相关指标。这一部分将对反映消费者行为的不同经济指标进行比较分析，因此你将会了解到哪些指标序列更为稳定可靠。

经济中的投资部门在第 4 章中呈现。这一章将会探讨与金融投资（包括股票和债券）不同的实物资本投资（例如机器设备与建筑物）。描述投资部门的月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度经济指标通常存在大幅度的波动，因此在对其进行分析解释时也需要格外谨慎。

从 20 世纪 80 年代起，美国增加了与其他国家的贸易，并在全球事务中扮演重要角色。第 5 章将会对其外贸部门进行探讨。你将学习到如何运用可获得的有限的指标来分析外汇市场及国内债券和股票市场行为。

第 6 章将探讨政府支出。尽管政府支出占到了国内生产总值的 1/5，但月度或季度指标却非常有限。这一章将揭示一些隐藏的指标。

第 7 章将集中探讨大家都非常熟悉的通货膨胀及其优点和弊端。这一章对通货膨胀进行定义并介绍如何对其进行衡量。你还将了解到所有的通货膨胀指标并不完全相同，因此如何区分产品市场、服务市场和劳动力市场的通货膨胀就显得尤为重要。

第 8 章涵盖了政府统计机构和私营机构所报告的劳动力市场指标。月度的就业形势通常在每个月的第一个星期五报告，而一直以来这一指标都会导致金融市场最大规模的波动——甚至影响海外的股票和债券市场！

各类生产指标将在第 9 章进行介绍。这些统计数据，例如工业生产指数和 ISM 制造业调查报告，由政府机构以及私人机构，如供应管理协会（ISM）编制。

第 10 章对美国联邦储备系统及其如何实施货币政策进行探讨。这一章还介绍了美联储观察的演变过程，以及如何解释美联储发布的关键经济指标，如货币总量、褐皮书和资金流动等。

第 11 章将讨论国债市场，即政府如何借钱。这一章还涵盖了月度财政部报告，揭示联邦政府的收入和支出。在这里你将了解美国财政部国际资本流动，一个已被公开发布近 30 年但最近才引起金融市场足够重视的经济指标。

最后，个人投资者如何运用经济指标来进行投资决策并获利是第 12 章所关注的问题。在 20 世纪 90 年代末和 21 世纪初，网络资源使个人投资者有能力进行更为专业化的投资，日间交易变得流行。但即使拥有网络，大多数的个人投资者仍无法拥有与专业投资者相同的资源，因此使用经济指标来进行长期投资决策对他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们来讲是更好的选择。

最后要注意的是，公共和私营部门的统计机构经常对数据进行修订，有时还会修改他们的统计方法。有些是细微的改变，而有些则变化较大。为了跟踪这些变化并了解其重要性，读者可登录 www. econoday. com 进行查询。

埃维莉娜 · M · 泰纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

第 1 章　周期、市场与参与者 …………………… 1

商业周期 …………………… 1

市　场 …………………… 8

市场心理 …………………… 14

预　期 …………………… 15

谁是市场参与者？ …………………… 17

第 2 章　国民收入和生产账户 …………………… 23

产品方面 …………………… 24

收入方面 …………………… 40

第 3 章　消费领域 …………………… 50

周度指标 …………………… 50

月度指标 …………………… 53

季度指标 …………………… 79

第 4 章　投资支出 …………………… 81

周度指标 …………………… 81

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月度指标 …… 83

第 5 章　外贸部门 …… 109

月度指标 …… 110
季度指标 …… 117

第 6 章　政府部门 …… 121

隐藏指标 …… 123

第 7 章　通货膨胀 …… 127

高频指标——商品价格 …… 131
月度指标 …… 137
季度指标 …… 152
工资膨胀月度指标 …… 155
工资膨胀季度指标 …… 157

第 8 章　劳动力市场 …… 164

周度指标 …… 164
月度指标 …… 167

第 9 章　其他生产指标 …… 189

周度指标 …… 189
月度指标 …… 190
季度指标 …… 212

第 10 章　联邦储备系统 …… 214

金融部门简介 …… 214

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国联邦储备系统介绍 …… 215
货币政策的制定和实施 …… 222
美联储的经济指标 …… 236
其他美联储指标 …… 246

第 11 章 财政部 …… 249

美国国债 …… 249
月度指标 …… 258

第 12 章 制定战略投资决策 …… 266

对利率敏感的投资选择 …… 268
投资股票 …… 275

附录 A 信息来源的优中之优 …… 288

出版物 …… 289
数据供应商 …… 290
经济日历 …… 291
新闻供应商 …… 292

附录 B 统计机构发布的经济指标 …… 293

注 释 …… 297

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

周期、市场与参与者

为了了解经济指标对美国经济的重要性，我们需要熟知基本周期、市场以及市场中的参与者这些通常在宏观经济学入门课程中所涉及的概念。本章将概括性地描述三类周期、三种不同市场以及若干类市场参与者，包括他们的情绪以及行为。这样做的目的是将复杂的问题简化，将理论建构与现实世界中的经济学和金融学联系起来。

为了使解释更加清晰，并避免使用著名的经济学假设“保持其他变量不变”，以下的释义每次只讨论一个变量。在分析时我们也要牢记现实世界和理论分析之间的区别。在现实世界中，不同的影响因素相互交叠、相互作用；而在进行理论研究时，我们则可以将每一部分进行分离和分解，并对每一部分的关键点进行总结归纳，从而得到整个经济系统的基础理论。

商业周期

事实上每个人都应该知道商业周期。也许新闻报道没有使用这种描述方式，但是我们经常会听到**经济扩张**和**经济衰退**这样的术语。商业周期的衡量一般是从顶峰到顶峰，或者从谷底到谷底，共有五个阶段。商业周期的顶峰是经济活动所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能达到的最高水平，是经济指标开始下降前的最后一个月或一个季度。一系列经济指标的初次下降意味着经济开始进入周期的第一个阶段：下降阶段，或通常被称为**衰退**。衰退阶段一直持续，直到经济指标开始回升为止。商业周期的第二个阶段是**谷底**，它是商业周期中的最低点，也是所有经济时间序列的最低点。商业周期中的顶峰和谷底往往被视为时间点，例如表 1—1 中所示的某一特定月份。而经济衰退则可以持续若干个月，或者如大萧条时期持续若干年。第二次世界大战后，美国所经历的十次经济衰退的平均时长为十几个月。

商业周期的第三个阶段是**复苏**阶段。当一系列经济指标开始回升，经济就进入了复苏阶段，它意味着衰退已经过去。作为一个经济的参与者，你可能很难在经济复苏的头几个月觉察出商业活动有任何改善，因为复苏的头一个月和衰退阶段的最后两个月没有什么区别，一切变化才刚刚开始。在复苏的初期，失业者仍然不能立刻找到工作，而零售业主仍然无法清空不必要的存货，因此对于他们来说仍然像是处于衰退阶段。一般来讲，经济会在几个月后获得发展动力，经济增长会在随后的两年变得强劲。

商业周期的第四阶段是**经济扩张**。我们可以这样理解，当在衰退阶段损失的产出得以恢复，复苏期就宣告结束，开始进入扩张阶段。

表 1—1　　美国二战后的商业周期

顶峰	谷底	衰退期（月）	前一扩张期（月）
1948 年 11 月	1949 年 10 月	11	36
1953 年 7 月	1954 年 5 月	10	44
1957 年 7 月	1958 年 4 月	9	37
1960 年 4 月	1961 年 2 月	10	23
1969 年 12 月	1970 年 11 月	11	105
1973 年 11 月	1975 年 3 月	16	36
1980 年 1 月	1980 年 7 月	6	57
1981 年 7 月	1982 年 11 月	16	11
1990 年 7 月	1991 年 3 月	8	92
2001 年 3 月	2001 年 11 月	8	120

资料来源：美国国家经济研究局。

当经济达到了一个新的**顶峰**，商业周期就进入其第五阶段。你很可能直到这一顶峰过去，整个经济进入下一轮的衰退之时才意识到自己曾处于周期的第五阶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段。图 1—1 描绘了商业周期的一般过程，但是经济指标却并不遵循这一变化模式。图 1—2 描绘的是国内生产总值（GDP）和非农就业人口在商业周期中的变化过程。我们可以看到，GDP 几乎没有下降，且回升很快，但就业人口在（官方）复苏阶段仍持续下降，且回升速度很慢。

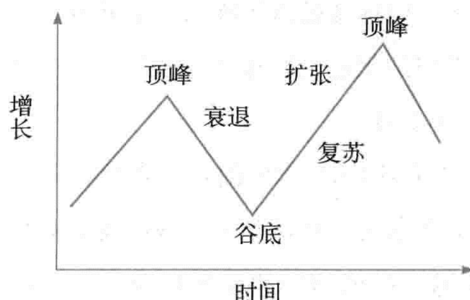


图 1—1　商业周期

说明：图中描述的是一个典型的商业周期过程。在现实世界中，并非如图中沿直线变化。

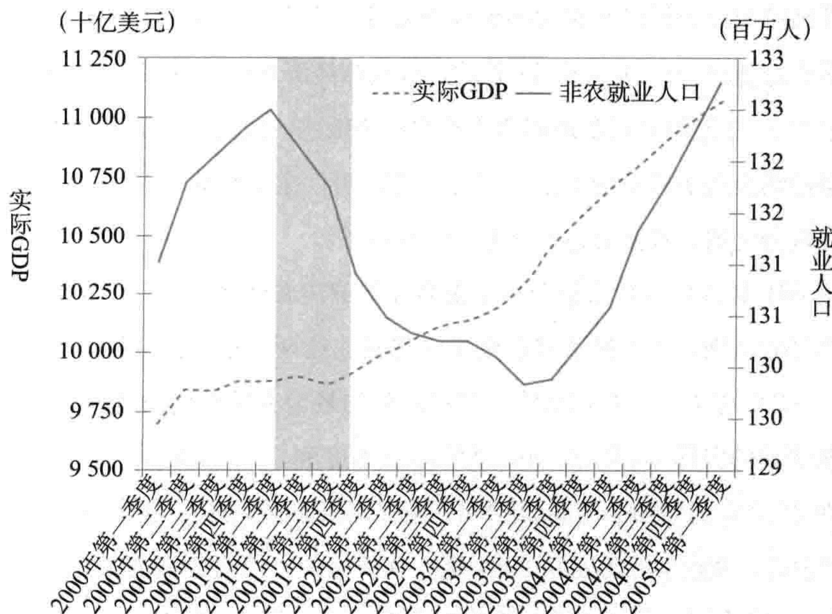


图 1—2　国内生产总值和就业

说明：这是一个近期商业周期的例子。实际 GDP 在 2001 年第一季度达到顶峰，在第三季度跌至谷底，仅经历了一个短暂的小衰退就在同一年的第四季度超过了前一个顶峰。而非农就业人口在 2001 年 2 月达到顶峰，在两年后的 2003 年 5 月到达谷底，直至 2005 年 1 月才重新达到之前的顶峰水平。

资料来源：美国经济分析局、劳工统计局、哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济的总量指标揭示了若干商业周期的顶峰，但单项指标却不一定如此。例如，以非农就业人口衡量的社会就业在 2001 年经济衰退后的三年零两个月，即 2005 年 1 月达到新高。而在同一个月，制造业就业人数仍然比其在 1998 年 3 月达到周期性顶峰时低将近 19%。其原因在于，美国经济的结构性变化和生产率增长促进了服务业就业的增长，但这却是以牺牲制造业就业为代价的。因此，当总就业上升的时候，制造业部门的就业人口却没有回升到原有水平。制造业就业人口的空前顶峰出现在 1979 年 6 月。

美国国家经济研究局（NBER）作为商业周期的官方仲裁者，其下属的商业周期测定委员会中包括多位著名的经济学家，他们需要对众多因素进行分析，才能准确指出某次经济衰退开始或结束的具体日期。以 2001 年的经济衰退为例，NBER 在 2001 年 11 月 26 日正式对外宣布，商业周期在八个月前，即 2001 年 3 月达到顶峰。尽管包括前美联储主席艾伦·格林斯潘在内的众多经济学家在 2002 年初多项经济指标开始回升时就推断经济复苏实际上已经开始，NBER 商业周期测定委员会却直到 2003 年 7 月 17 日才正式宣布经济衰退于 2001 年 11 月结束。[1]

对于 2001 年经济衰退的时间界定确实有些敏感，因为没有人愿意将“9·11”恐怖袭击归结为经济衰退的诱因。而且事实证明，在恐怖分子对世界贸易中心和五角大楼攻击之前，经济衰退实际上已经开始了。

尽管 NBER 的经济学家们分析了很多经济部门和经济数据，但很多经济学家仍然使用经验法则，认为经济衰退至少应包括连续两个季度的实际国内生产总值的下降。（GDP 是对生产出的最终产品和服务的最为完整全面的衡量指标。）经过通货膨胀调整的实际 GDP 在 2000 年的第三季度和 2001 年的第一和第三季度下降，但在 2000 年的第四季度和 2001 年的第二季度保持增长。整个经济在 2001 年 3 月达到顶峰，衰退实际上是从 2001 年 4 月开始的，但商务部的最初估算并未显示出实际 GDP 在第一季度或第二季度的下降。这也就是为什么商业周期测定委员会必须多方考量经济变量。另外，鉴于经济数据经常被修正，NBER 的经济学家也不会愚蠢到过早地确定商业周期各阶段的时间。测定委员会不愿他们被视为一种预测机制，他们在 7 月 17 日的公告中提到：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委员会要等到能够明确未来任何经济的下行趋势可以被视为新的经济衰退，而不是自 2001 年 3 月开始的经济衰退的延续，再确定经济周期谷底的时间。[2]

股票市场周期

股票市场同样存在周期，有顶峰和谷底。但在此处会使用术语“牛市”和“熊市”，而非“扩张”和“衰退”。股票市场周期不仅仅与经济商业周期相关，它实际上是经济的先行指标。基于 500 家公司数据的标准普尔 500 指数是构成先行指标指数的十个指标之一。与道琼斯工业平均指数相比，标准普尔 500 指数的涵盖范围更广。道琼斯工业指数只包含 30 家蓝筹股公司，但却得到媒体更多的关注。尽管如此，股票市场周期并不是一个完美的经济运行先行指标。（精明的人会发觉在过去股票市场预示将发生的经济衰退有十次，但实际只发生了八次。）

尽管股票市场的暴跌并不总是伴随着经济衰退——1987 年的股市大跌就是一个例子，1997 年、1998 年和 2002 年的股价急剧下降也是如此，但经济衰退总是发生在股市下跌之后（见图 1—3）。已过世的商业周期专家杰弗里·穆尔认为，股票市场通过利润和利率对经济活动做出响应。当经济扩张即将结束，生产成本上升，利润下降。同时，利率可能因为贷款需求增加、通胀压力上升，或美联储的紧缩政策而上升。这些因素都会导致股票价格的下跌，甚至当商业活动仍处于继续扩张阶段时也会如此。[3]平均而言，股票市场的变化在经济变化的六个月前发生，无论是上行还是下行。

这本书并非主要介绍股市投资策略或股票市场的投资时机选择。（第 12 章确实向那些希望运用经济指标并从中获得乐趣和利润的个人投资者提出了投资建议。）然而，在进行投资决策时，了解当前所处的商业周期和股票市场周期是非常有益的。例如，遵循“低买高卖”这一投资格言，你应在股票市场开始好转而实体经济仍处于衰退的时候购买耐用消费品公司（例如汽车或家具的生产商）的股票。当你想知道经济是否会再次增长的时候，任何周期性行业的股票价格可能已到达谷底。在 1990—1991 年的经济衰退中，非必需消费品的标准普尔股票价格指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

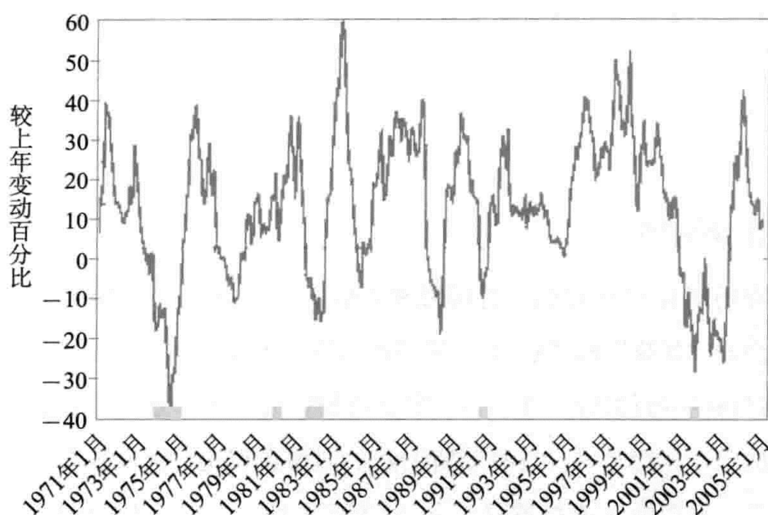


图 1—3 股票市场与商业周期

说明：图中描绘了五个经济商业周期（经济衰退阶段用阴影表示）以及相对应的由标准普尔 500 普通股指数所表示的股市变动。

资料来源：标准普尔与哈弗分析。

数在 1990 年 10 月——进入衰退后的三个月，以及衰退达到谷底前五个月——到达最低点。这一序列在接下来的一年中几乎呈持续上升趋势。在 1999 年 12 月达到顶峰后，价格持续震荡，直到 2003 年 3 月经济复苏起步很久之后到达最低点。

利率周期

利率也有周期。但与其他并不严格按照其特有周期变动的经济指标或股票相比，不同利率间的差异性更大。杰弗里·穆尔和其他研究商业周期的经济学家们指出，利率变动滞后于商业周期。[4]

利率周期看起来没有商业周期和股票市场周期明显的一个原因是不存在一个经济学教材所描述的单一“利率”。市场上存在多种利率，而它们的变化并非同时发生。实际上，长期利率和短期利率变化的时间和大小都不同。公司债券和市政债券即使与国债拥有相同的到期日，收益率变动也不同；不同风险等级的债券，例如 AAA 级债券和垃圾债券，对经济变化的反应也不同。

当经济处于衰退，对信贷的需求减弱时，短期利率可能下降。同时，美联储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将倾向于推进一个更为宽松的货币市场环境来确保经济复苏。美联储在技术上只能通过增加或减少准备金来影响联邦基金利率（银行间隔夜拆借利率）。而其他短期利率，例如定期存单（CD）利率、商业票据利率和国库券利率，其变动与联邦基金利率紧密相关。短期利率（如国库券利率）的变动紧随商业周期，一般领先或滞后两个月左右的时间。

长期利率则不同。当美联储持续放松货币政策时，长期利率会小幅下降，但没有短期利率下降得快。长期利率对通货膨胀压力非常敏感。因此即使当经济处于衰退中，人们通常会预期利率水平因经济需求的下降而下跌时，长期债券（到期期限在十年以上的债券）的收益率也会保持在较高的水平。因此，长期利率的下降往往需要一段时间。当经济衰退持续时，经济复苏将取决于长期利率，因为长期利率决定固定抵押贷款利率，固定抵押贷款利率又会相应地影响房地产活动，而房地产是整个经济复苏过程中首先复苏转好的部门。可调整利率抵押贷款的出现在一定程度上改变了这一关系，因为房主现在也可以从下跌的短期利率中获益。在 2001 年经济衰退中，轿车和 SUV 汽车制造商提供的无息贷款帮助经济在当年秋天提早复苏——甚至早于新屋开工。

尽管长期利率滞后于经济变化，但它们会对经济活动产生影响。换言之，当经济增长，对可贷资金的需求会对利率，也就是资金借贷的成本，产生上行压力。相反地，当经济处于下降趋势时，贷款需求的下降会对利率（即借款成本）产生下行压力。现在来考虑另一方面：当利率下降，愿意借钱的人增加；当利率上升，愿意借钱的人减少。因此，利率变化并非无缘无故，它有自己的含义和意义。

短期利率大体上是经济变化的同步指标，而长期利率则是经济变化的滞后指标。因此，一般的规律是，利率周期滞后于商业周期。从图 1—4 可以看出，在最近的两次经济衰退（1990—1991 年和 2001 年）中，短期利率的下跌幅度大大超过长期利率。顺便再提一下，长期利率和短期利率的利差，如 10 年期国债和联邦基金利率的利差，被认为是经济活动的先行指标。利差缩小往往意味着经济衰退即将来临，而当利差增大，则经济将会出现强劲的增长。

在图中所示的三个周期中，股票市场周期领先于商业周期，而商业周期又领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

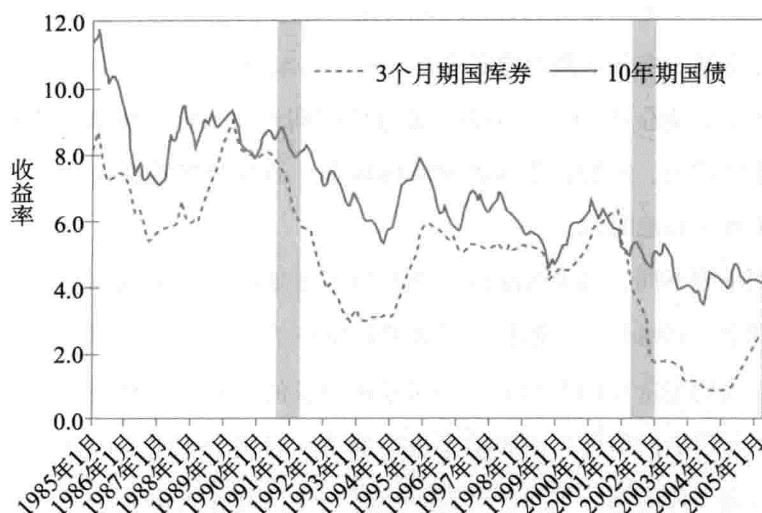


图 1—4　短期和长期国债收益率

说明：一般来讲，长期利率高于短期利率。注意在 1989 年美联储开始其宽松的货币政策之前，收益率曲线非常平坦（短期利率和长期利率基本相同）。收益率曲线大致在 2000 年，也就是美联储在 2001 年经济衰退中开始放宽信贷条件之前，发生反转。

资料来源：美国联邦储备委员会和哈弗分析。

先于利率周期。存在于商业周期和利率周期间的超前滞后关系并不如股票市场周期和商业周期间的关系那样明确，在很大程度上是因为短期利率和长期利率在商业周期中的表现不同。

市场

金融领域包括不同的市场，而我们将集中探讨以下三个：股票市场、固定收益市场，以及外汇市场。就像不同的周期之间相互联系一样，这几个市场也是相关的。(一般规律是，债券交易员关注外汇市场，而外汇交易员关注长期债券市场。但到底是谁影响谁?）它们间的关系并不总是非常清晰，它们的变化也并不总是一致的。

股票市场

股票市场，也被称为权益市场，在很大程度上受到经济因素的影响。强劲的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济活动是企业利润（也称为收益）稳健增长背后的动力。从长远来看，公司的收益水平驱动着股票价格的变化。一般而言，运作良好的经济将会带来牛市格局，因为公司收益是增加的。相反地，黯淡的经济前景将会导致熊市格局，因为公司收益是减少的。股票市场上的投资者并非通胀爱好者。在一个扩张的经济中，即使公司的利润是上升的，加速的通货膨胀也将会阻碍股票价格的上涨。毕竟部分收益的获得是由于价格的上升，而非工人生产率的提升或销售数量的增加。

利率的下降往往与利率敏感部门如房地产和资本投资的增长相联系。因此，利率下降也是股票市场的福音。此外，资本的现值随着（实际）利率的下降而上升，随着（实际）利率的上升而下降。实际利率是进行了通货膨胀调整的利率。如果当前的联邦基金利率是 5%，通货膨胀率是 3%，则**实际**联邦基金利率是 2%。

外汇市场上美元的疲软有利于股票价格的上升。美元弱势或贬值往往与出口增长稳健和进口增长缓慢相联系，因为需求从国外产品转移到了国内生产的产品上，以国外制造商为代价，美国的制造商可从美元的贬值中获益。弱势美元使国外产品对美国消费者和生产者而言变得更加昂贵，因此一部分人会转而购买现在变得相对便宜的国内产品。与此同时，其他国家的消费者会发现相比较本国产品，美国的产品变得更加便宜，因此他们会增加对美国产品的需求。这是额外的正面效应。

但要注意的是，这里的假设前提是美国制造商生产的是可以进行贸易的产品。美元的贬值并不有益于所有行业。服务行业尤其如此。干洗店、理发店和咖啡店店主无法从美元的贬值中获益。而在生产行业，那些需要从海外购入原材料的厂商会发现他们的生产成本上升了。另外，如果理发店需要购买海外生产的洗发香波，干洗店需要使用海外生产的溶剂，他们的经营成本就会随美元的贬值而上升，因此美元的贬值将会减少他们的利润。

美元疲软有益于股市是因为它改善了美国的贸易余额——因为我们在国内生产了更多产品，多于我们从国外竞争者手中所购买的。但得到这一结论的前提是，出售更多美国产品获得的销售额的增加足以抵消生产者所使用的国外原材料价格的上升。另外，这一结论也假设美国厂商生产美国消费者所需要的产品。假如电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视机和 DVD 播放机都是在国外而非美国生产的，那么弱势美元也不会对这个市场产生帮助。

固定收益市场

与权益市场相似，固定收益市场（或称为债务市场或债券市场）也受到经济因素的影响。我们可将它划分为长期、中期和短期证券市场。短期证券市场通常被称为货币市场，而债券市场则指的是中期和长期证券市场。不同的经济因素对这些市场都有重要影响。短期证券和短期利率受经济活动的影响最大。如果经济正陷入衰退，利率将会出现下降趋势。如果经济正进入扩张阶段，那么利率通常呈上升趋势。会出现这种状况是因为短期利率在很大程度上是由信贷需求决定的。如果信贷需求强劲，例如在扩张时期资本投资出现良性增长，那么对可贷资金的竞争就会加剧。如果银行和其他金融中介机构面临大量贷款需求，它们就可以对借款者的信用资质提出更高的要求；如果放贷给信用较弱的公司，它们可以要求其支付更高的借款利率。相反地，在经济处于衰退阶段，信贷需求疲软，生产者的资本支出减少，因此不需要借太多的钱，这将导致利率下降。

长期利率，即期限超过十年的债券的利率，主要受到通货膨胀率的影响，其他的经济因素对其影响较小。长期债券市场上的金融投资者最害怕的就是通货膨胀，因为通胀加速是降低债券价值的元凶。因此，当通货膨胀率开始以较快速度增长，长期债券的价格将会下降。因为债券价格和收益率呈负相关关系，债券价格的下降将会带来收益率的上升。当通货膨胀率变得温和适度，长期债券的价格将会上升。高债券价格将会带来低收益率。

你知道吗？

为什么债券价格和收益率之间呈负相关关系？因为债券在二级市场上进行交易，需要一个机制来平衡收益率和现行市场利率。息票利率或称票面利率（债券原本的利率）与每个债券相关，如果旧债券的息票利率低于当前市场利率，那么它在二级市场上是没有价值的，因为当市场上存在能够提供更好收益的债券时，没有人会愿意去购买一个低利率债券。为了使息票利率较低的债券的收益与当前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上的高收益率相等，债券的价格需要降低。类似地，如果一个投资者持有一个息票利率高于现行市场收益率的债券，那么投资者将不愿出售它。这个债券将以溢价出售，买方需要为其高息票价值支付更高的价格。

中期债券的期限一般为 2～10 年。中期利率的表现很像长期利率，但对未来经济变化和通货膨胀预期的敏感程度低于长期利率。当出现不利消息，例如通货膨胀率飙升，5 年期债券价格的下降幅度将不如 30 年期债券的下降幅度大。长期债券在通胀率上升时价值下降是因为本金会失去购买力。相比较 5 年期或 10 年期的债券，30 年期的债券在到期前有更多时间和可能性会失去购买力，因此期限越短的债券对通货膨胀的敏感度越低。

外汇市场

外汇市场是一个真正的全球市场，所有国家的经济状况都会对其产生影响。影响外汇市场的四个主要因素是：相对价格、相对利率、相对经济增长率和各国的经常账户余额。下面我们将分别对这些因素进行讨论，但要注意的是它们相互之间可能会产生反作用。因此，一个国家虽然通货膨胀率较低，但货币却有可能是弱势货币，因为这个国家存在庞大的经常账户赤字，或者利率水平较低。

相对价格 相对价格考虑了所讨论国家的通货膨胀率。高通货膨胀率对全球经济而言是一种灾害。通胀率较低且更为稳定的国家的货币是强势货币。因此，美国通胀率的加速增长会导致以其他货币表示的美元价值的降低。相反地，通胀率的下降会带来相对于其他外汇的美元价值的上升。通货膨胀会对经济产生损害不仅仅是因为购买力的丧失，还因为通货膨胀经常是不稳定和难以预期的，因此会扭曲投资决策。

1997 年底，东南亚的新兴市场经济体开始面临通货紧缩，而原因是多种多样的，包括银行倒闭、股市崩盘，以及经济疲软。通货紧缩——整体价格的下降——和通货膨胀一样糟糕，因为它同样会扭曲购买和投资决策。它也不会对一国的货币价值有所帮助。日本就是一个很好的例子。从 20 世纪 90 年代末到 2005

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年（目前仍未有结束的迹象）这七年的时间里，日本经济一直饱受通货紧缩之苦，但日元却一直坚挺。日元走强是因为该国存在巨额的经常账户盈余——另一个必须要考虑的因素。我们随后会对这个因素进行讨论。

相对利率水平 相对利率反映了所讨论国家的投资机会。高利率国家的货币会相对其他货币升值。高利率水平意味着高投资回报率。一个例子就是在 20 世纪 80 年代初，当美国的利率水平高于其他国家时，外国投资者开始购买美国国债。对美国国债的需求引致了对美元的需求，从而导致 20 世纪 80 年代初美元价值的飙升，直到 1985 年第一季度达到顶峰。相反地，当美国的利率水平低于其他国家，将会带来美元的贬值。在 2000—2003 年间，美联储大幅度放宽了信贷条件，将联邦基金目标利率下调了 550 个基点，由 6.5%降至 1%。欧元兑美元汇率在 2000—2001 年触底反弹，在 2001 年中期至 2004 年 12 月期间升值 57%。在这一时期，欧洲中央银行利率高于联邦基金利率。

相对经济增长率 相对经济增长率考虑了对商品和服务的相对需求。一个国家强劲的经济增长有可能会导致该国货币的贬值，因为强劲的经济增长往往与个人收入的大幅增长相联系。当消费者有更多收入可以用于支出，他们将会增加消费。一旦消费者增加了对商品和服务的需求，其中的一部分将会由更多的进口产品来满足，无论进口产品从何处来，都将间接导致外汇需求的增大。这会促使本国货币贬值。

如果外国国家经济增长较慢，那么它们对进口的需求（即另一个国家的出口）将不会强劲。因此，对货币需求的抵消效应将不会出现。

经常账户余额 一个国家的经常账户余额也会影响外汇市场。经常账户包含贸易和服务余额（将在第 5 章进行更加深入详细的定义）。经常账户长期赤字将会削弱一国的货币。例如，美国经常账户的赤字意味着我们从国外购买的商品和服务多于国外向我们所购买的。如果我们对进口商品和服务的需求增加，我们对外汇的需求也会相应增加。对外汇需求的增加会降低美元的价值。在 1990—2005 年间，美国的经济远远强于日本经济，但美国的经常账户赤字越来越大，与此同时日本的贸易顺差剧增。产生的最终结果就是这一时期的美元贬值而日元升值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格、利率、经济增长以及经常账户余额都是相互影响的，因此当美元价值发生某种变化时，很难分辨到底是其中哪些因素发挥了作用。经济学家总喜欢做出“保持其他因素不变”的假设，但这在现实中并不成立，这也使得分析变得更加困难。

政治因素也会影响到货币的估值，这使得外汇市场变得更加复杂。从历史上看，世界上任何地区的政治不稳定都会使美元受到追捧，因为美国被认为是在政治和经济方面都具有高度稳定性的国家。但从 2000 年起，由于经济和政治方面的多种原因，风向发生了改变。现如今，在动荡时期，投资者也会考虑持有欧元、日元和瑞士法郎作为替代货币。

各类市场：现货和期货市场

金融市场中的股票、债券和外汇可以在现货和期货市场上进行交易。现货市场很好理解。你今天可以按照市场价格购买 100 股迪斯尼公司的股票，那么在今天结束时，你已经成为了一名骄傲的迪斯尼公司的新股东（尽管股票交易会在三天之后正式交割）。相类似地，你可以在拍卖中以非竞争性出价购买 1 000 美元的 10 年期国债。你将拥有此国债并每半年获得息票支付。如果你进行了以上任一交易，你很有可能会成为一个长期投资者。

期货市场则使你能够购买或出售在未来某一日期——通常是在 3 月、6 月、9 月或 12 月——进行交割的债券、股票或外汇。如果你想对国债或道琼斯工业平均指数进行投机，你可以在芝加哥期货交易所（Chicago Board of Trade）进行交易。如果你要进行标准普尔 500 指数、外汇或欧洲美元（短期利率）合约的交易，那么买卖将在芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange）进行。[①]

期货市场不适合胆小的、一心求稳的人。这个市场一般被用来对利率、汇率和股票价格（也包括农产品、工业产品和能源类产品价格）的变动方向进行投机

① 2006 年 10 月 17 日，CME 集团宣布收购了芝加哥商品交易所 80 亿美元的股票，将之纳入 CME 集团。2007 年 7 月 12 日，芝加哥期货交易所（CBOT）与芝加哥商品交易所（CME）宣布完成合并。合并后的新交易所被命名为芝加哥商品交易所集团（CME Group Inc）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或套期保值。当你预期长期债券价格会因为利率下降而上升时，你可以买入一个债券期货合约（“建立多头”）。如果债券价格不升反降，那么你将损失惨重，因为你购买合约采用的是保证金交易。（保证金买入允许投资者预先支付少量现金而非全价进行交易。但如果市场变化与你的预期相反，你很容易变得倾家荡产一无所有！）相反，当你预期未来利率上升、债券价格将会下降，即使你并不拥有债券，你也可以出售一个期货合约。

期货市场也可用来进行套期保值——对未来价格变动进行的保险。例如你是山姆酒类商店的采购员，刚刚从德国订购了明年秋季供应的啤酒。你将在 6 个月后收到你的订单商品并在那时按照今天商定的价格进行支付。当前美元兑欧元汇率正处于 12 个月来的高点。你担心在未来 6 个月中美元会贬值，从而使你所购买的啤酒变得更加昂贵。因此你可以在今天购买 6 个月期的欧元期货合约来锁定成本。合约价格就是你的成本，你已对未来可能发生的价格上涨的不利因素进行了投保。但要注意的是，如果美元升值，你将无法从升值导致的价格下跌中获利，因为你的成本已经被锁定了。

➤ 市场心理

经济学家们在进行分析时总是假设人们是理性的：被利益驱动，在承担更大风险时要求更高的收益，并且使用所有可获得的信息来进行决策。如果人们都是理性的，那么金融市场活动就会同样表现出理性，市场将是有效的。换言之，一个投资者将不可能通过投资或投机获得超过市场收益的无风险利润，因为市场上任何与之不一致的情况都会得到迅速的调整。从长期来看，这一观点是正确的。

而具体到市场上的某一天来看，由于市场上有时存在特殊的行为和心理状态，你也许会认为市场参与者并不总是那么理性。比如说，如果市场参与者并不相信通货膨胀真的已经被消除了，那么对通胀的担忧会导致**实际**（经过通胀调整的）长期利率保持在 8%而非 4%。这些市场异象可能会持续几个星期、几个月，甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几年。在 20 世纪 80 年代中期，8%的实际利率持续了超过一年。顺便说一句，如果市场参与者有理由相信通胀将会加速，那么他们的行为就是理性的。只有当他们在事后，也就是通货膨胀率确实保持了平稳，仍保持这种态度才是非理性的。

市场心理取决于任何会导致市场参与者看空或看多市场的因素。当债券市场的参与者认为通胀压力是一个潜在风险，那么债券市场心理是消极的，这将导致债券价格下降，债券的收益率上升。因此，他们将带着消极的态度去查看强劲的经济指标。即使耐用消费品订单总额下降，预示着经济的疲软，但他们仍然可能会引用扣除运输的耐用消费品订单数量的上升作为市场强劲的象征。（第 4 章将会解释为什么金融市场参与者应该关注**扣除**运输的耐用消费品订单。）负面市场心理将会使市场参与者防备性地寻找能够支持利率上升的强劲经济数据。

当市场心理是正面而积极的，固定收益市场的参与者看好市场，认为债券价格会上升，债券收益率将下降，那么在这种积极的心理状态下，金融市场参与者会将耐用消费品订单的下降视为是有利的，即便扣除运输的耐用消费品订单大幅度增加。因此，消极的市场心理（坏情绪）寻找不利的数据并对其做出反应，而积极的市场心理（好情绪）则寻找正面的数据并对其做出反应。无论市场情绪是正面还是负面，投资者都可以从中获利。你所要做的就是对市场做出正确预期，并正确预测经济新闻——无论在哪一种情况下，这都不是一件轻而易举的事情。

市场心理有可能会迅速改变，而市场心理的变化并不容易理解。尽管我已对金融市场参与者及其行为进行了多年的研究，但还是会经常对一些突然的变化感到困惑。作为一名经济学家，我倾向于认为从长期来看投资者的行为是理性的，但为了短期交易能够获利，你必须了解市场心理并与其同步，即使你并不认同这一市场原理。而很多时候，这一市场原理并不直观，这也就是为什么几乎没有短线交易者能够长期保持盈利。

预期

金融市场参与者并不一定对发布的所有经济数据做出反应。通常他们对那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与市场预期不同的经济指标做出反应。为银行、投资公司和私营企业工作的经济学家们对主要月度经济指标做出预测，并提供给新闻服务机构和市场分析公司。这些机构和公司将调查数据汇总，并公布中位数。经济学家们也会向他们的客户提供信息。市场参与者们收集信息并最终产生他们对于未来经济状况的共识。当政府公布一个经济指标，如果实际数据与市场对它的预期相一致，那么金融市场专业人士往往不对其做出反应。而如果实际数据与市场的一致预期不同，那么市场会做出反应（有时是非常剧烈的反应）。金融市场参与者对经济指标的反应可能会发生两次——第一次是当预期形成的时候，而第二次是当实际数据被公布的时候。例如在 2005 年 3 月底，经济学家们预测非农就业人口数量将在 3 月份增长 225 000，而实际数据将在 4 月 1 日公布。金融市场参与者根据这一信息来制定其交易策略——关键问题是基于这样的信息，美联储是否会加快其紧缩政策的步伐。而劳工统计局的报告显示，3 月份非农就业人口数量仅增长了 110 000，增长率很低。数据的披露震动了市场，市场投资者摄取新信息并重新对其交易策略进行考虑。而基于这一信息，市场有理由相信美联储将继续以慎重有序的步调来去除宽松政策（25 个基点而非 50 个基点）。在随后 5 月 3 日的美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，美联储将联邦基金目标利率上调了 25 个基点。

市场参与者的交易也会受到传闻的影响，这经常使市场发生剧烈震荡，尤其是利好传闻。有些传闻有事实依据，而有些则没有。关于某一经济指标的传闻常常在其发布的前夕或发布之时出现。通常情况下，这些传闻是毫无根据的。在 20 世纪 80 年代早期和中期，信息的泄露确实时有发生。但到了 20 世纪 80 年代末，商务部和劳工部在规定的数据发布日期前都竭尽所能进行数据保密工作，尽管有些时候也会出差错。在 1998 年 11 月 5 日，星期四，华尔街经济学家雷·斯通在劳工统计局网站上发现了非农就业人口数据，而这一数据本应在第二天公布。他联系了劳工统计局的主要官员让他们纠正这一错误，但最终他在将此事泄露给媒体之前把信息告知了他的客户。[5]几个月后，生产者价格指数（另一个由劳工统计局发布的数据）又在不经意间早了一天公布。劳工统计局的这些问题发生在使用互联网进行数据公布的早期阶段。从那以后，数据安全工作得到了大幅度加强，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1998年和1999年之后，再没有出现此类失误。

但混乱时有发生。2005年4月15日，美联储提前了15分钟在其网站上公布3月份工业生产数据。美联储承认这是人为失误。[6]在2005年4月1日，《商业资讯》(*Business Wire*)，一家由供应管理协会（Institute for Supply Management）付费，负责在正确的时间和日期发布调查报告的新闻服务机构，错误地将供应管理协会的非制造业报告作为制造业报告发布。[7]这不是愚人节玩笑——仍然是人为失误。

谁是市场参与者?

市场参与者的形态和规模各有不同。有些参与者进行短期投资，而有些进行长期投资。有些风险承受能力较低，而另一些则愿意承担高风险。还有些投资者是纯粹的投机者，在资金的借方和贷方之间起到中介的作用。除了在金融服务行业中的个体，金融市场参与者还包括诸如房屋建筑商和制造商等投资者，他们主要进行实物资本投资。当制造商需要资金来扩充生产设施，他们可以通过发行债券或发行股票出售公司权益来获得资金。而那些有多余现金的个人或公司可以选择购买债券或股票。

金融市场上出让资金的投资者可以分为三大类：交易员、机构投资者和个人投资者。这三类主体之间存在很大区别。交易员往往进行投机交易，但即使如此也会表现出不同的风险承受能力。个人投资者常常进行长期投资，但并非全部如此，这会受到年龄因素的影响，他们可以投资于高风险的成长型股票或低风险的收益证券。金融市场是一个庞大的体系，在其中交易的工具包括权益证券（股票)、债券、货币市场工具（例如银行承兑汇票、定期存单或商业票据)、抵押类投资工具（如资产支持证券)、免税证券和外国证券等。

交易员

交易员的足迹遍布所有市场，包括股票市场、债券市场、商品市场、外汇市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场以及货币市场。他们或在交易所，如芝加哥商品交易所和芝加哥期货交易所的交易池内进行交易，或在银行和经纪公司的资本市场部门中进行交易。根据工作地点的不同，交易员可以使用自己的账户、公司账户或客户账户进行买卖。如果预期市场价值将会上升，交易员可以持有证券或股票库存（做多）。当预期市场价值会下降，他们可以出售他们并不拥有的证券或股票（卖空）。当出现通货膨胀预期，债券价格下降时，债券交易员会建立多头（购买债券）。相似的过程会发生在其他任何一个货币市场工具、免税投资工具或外国证券上。

如果你去任何一家大银行或证券经纪公司的交易室，你会发现每一个交易员都紧盯着面前的几个电脑屏幕，上面显示着利率、汇率、商品价格以及股市信息。这些数据使交易员能够紧跟瞬息万变的市场进行操作。交易员对经济和政治事件的反应非常迅速。一旦商务部发布了本季度实际 GDP 增长或下降的最新数据，或美国劳工部宣布了非农就业人口数量的增加或减少，他们就会迅速做出买卖决策。而此时，这个国家绝大多数的人还在悠闲地喝着一天中的第一杯咖啡，而典型的交易员已经进行了多次交易，有了数笔盈亏了。

当交易员对新披露的消息做出反应，买卖债券、定期存单、银行承兑汇票、外汇、股票以及其他证券时，交易大厅经济学家（trading floor economist）则基于完整的政府报告向交易员和营销人员提供针对所发布经济事件的“即时分析”。非农就业人口的增加是否会导致美联储开始实行紧缩的货币政策？非农就业人口的增加是否会给个人收入带来同样大幅度的上升，从而促进消费支出？支出的增加是否最终会导致通货膨胀？这些问题是留给经济学家们的，而交易员们也已经问了自己同样的问题，并且即便没有进行详细的分析也已经给出了自己的答案。在数据披露的最初五分钟，在交易大厅经济学家给出专业分析之前，金融市场已经做出了某种方式的反应（或过度反应）。

机构投资者

机构投资者具有不同的风险承受能力和投资时间跨度。例如，公司财务主管一般处理与现金管理相关的事项，他们可能有额外的一百万美元需要进行一个周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

末或两周或一个月时长的投资。他们还必须要决定投资于何种金融工具，例如国债、联邦机构证券，及商业票据等。其他的机构投资者还包括掌管货币市场基金、债券基金、国债基金、免税基金和股票型基金等投资组合的基金经理们。不同类型基金的基金经理在投资选择上会受到基金类型的限制。货币市场基金经理可能只关注 3 个月和 6 个月期的有价证券，如定期存单、商业票据或银行承兑汇票。而债券基金经理则关注 5 年期、10 年期或 20 年期的债券，并将他们的投资组合按照风险进行划分——购买一部分政府债券、一部分 AAA 级公司债券，甚至还会购买一部分 B 级债券。

养老基金经理也是主要的机构投资者。根据养老金的性质和要求，他们可以购买短期和长期的债务工具，如债券和抵押贷款支持证券，以及权益市场上的各类股票。

如果公司财务主管需要就额外资金制定短期投资决策（仅投资一周或一个月），那么利率上升或下降一个还是两个基点就不会带来什么差别。但是他们有时也必须就是否增加或减少投资组合的期限做出决定。10 年期国债的收益率是上升还是下降？是现在投资还是等到下一个就业报告公布后再进行投资？

个人投资者

个人投资者的行为方式也不尽相同。个体间的风险承受能力和储蓄倾向不同，每个人的储蓄和投资动机也异于其他人。个人的背景特征是影响其投资风格和投资目的的决定因素。很多刚刚离开校园的大学生，他们收入中的很大一部分要用于偿还债务，如果他们进行储蓄，目的或许是在短期内购买汽车或住房。而已经拥有住房的年轻夫妻则可能希望通过储蓄为子女积攒大学学费。上面两种情况所处的时间阶段是不同的。在第一个例子中，刚毕业的大学生希望资金保持较高的流动性，因为他（她）积攒了购车的首付款，并在等待合适的机会购买住房。而在第二个例子中，这对年轻的夫妻明白他们的孩子可能在 5 年、10 年或 15 年之后才会用到这笔大学学费。而不同群体对于退休金的储蓄和投资动机也完全不同。例如，25 岁的年轻人或许会将他（她）的退休基金中的大部分投资于成长型股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金，45 岁的中年人更倾向于持有债券，而 65 岁的老年人则只关注能够带来确定收益的投资。

在过去的 30 年中，可供小储户选择的产品种类急剧增加，使他们面临着几乎和富有的个人投资者同样多的机会。但无论是小储户还是富有的个人投资者，他们都能够从采取长期投资策略中获益。

个人投资者有可能会因为世界上突发的重大事件而措手不及，在金融市场上损失惨重。当我目睹了 2001 年 9 月 11 日的恐怖袭击，我的思绪不由得集中在这次恐怖袭击会在当前以及未来较长的时间内对金融市场产生何种影响上：对国债的需求将会增加，因为它们被认为是避险投资工具；股票价格将会下跌，但与安全和防御相关的股票价格将会上升；我推断黄金价格也会上涨，但美元汇率将会在短期内下降。无论发生的事件多么恐怖，受过专业培训的交易员们仍继续购买或出售证券，而个人投资者则不然。

很多世界性事件的发生都使金融市场参与者重新考虑其股票、债券和外汇的仓位。有时纽约证券交易所（NYSE）会暂时关闭，从而避免投资者在动荡时做出鲁莽的投资决定。NYSE 在 2001 年 9 月 11 日至 14 日关闭。它还曾在 1981 年 3 月 30 日里根总统遇刺以及 1963 年 11 月 22 日肯尼迪总统遇刺时关闭。但 1991 年美国入侵波斯湾时，NYSE 却并没有关闭，而这一事件显然对金融市场行为产生了影响。

尽管技术不断发展，网络计算机服务也得到推广，但个人投资者和另两类市场参与者（交易员和机构投资者）相比，在数据获取上仍存在巨大差别。交易员通过新闻专线服务、数据库以及高度先进的计算机系统等各种渠道获得各类信息，使他们能够计算各种投资方案、绘制复杂的经济指标图表，以及做其他任何事情。

机构投资者同样可以获得这些服务。而个人投资者则很难获取这些资源，因为即时信息服务的价格很高。个人投资者可以通过免费的在线服务如彭博资讯和雅虎网站获得信息——但在高速运转的市场中，即使是几分钟的信息延迟都会带来重大影响。而且，免费的网络数据并不总是完整的，因此个人投资者必须基于不完全的数据来进行投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你知道吗？

纽约市市长迈克尔·彭博是市场信息服务帝国彭博资讯（Bloomberg L. P.）的创始人，彭博资讯就是以他的名字来命名的。

个人投资者与金融市场存在着直接和间接的联系：作为个人投资者，你需要决定在当地信用社或银行购买何种股票、债券或定期存单。你也许还会购买一只或几只基金的份额，委托基金为你进行投资组合决策。在这种情况下，某只特定基金的基金经理将决定所购买的股票、债券和其他货币市场工具的数量，而这是机构投资者群体的一个组成部分。类似地，如果你参加了美国 401（k）退休计划，而这些钱被投资于共同基金，那么你也是机构投资者群体中的一部分。

实物资本投资者

金融市场的相互作用涉及到两类参与者：需要资金进行实物投资的一方和资金提供方。交易员、个人投资者和机构投资者都是资金提供方（出售方）。而耐用和非耐用消费品制造商，单户住宅、公寓楼、商业和工业建筑的建造商需要资金来进行实物投资。他们通过在金融市场上出售股票或债券来获得资金。个体和机构投资者希望寻找到高收益证券（且希望收益率上升），而实物资本投资者则偏好在低利率环境下进行融资。通常情况下，公司会在其认为利率将要触底反弹的时候发行债券，或者在高利率环境中寻找一个合适的时机进行发售。整体而言，低利率环境对于实物资本投资者是有利的。

政府作为金融市场参与者

州政府和地方政府要通过发行免税证券筹集资金，为社区建设道路并提供服务。联邦政府发行期限从 4 周至 30 年不等的政府债券来筹集资金，提供产品和服务（军事支出、教育、医疗保健）。与公司一样，州和地方政府在债务发行时间上具有一定的灵活性。而当联邦政府需要通过融资弥补预算赤字时，它在债务的发行时间上就没有任何回旋的余地。由于联邦政府、州和地方政府也需要借入资金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们也偏好低利率环境。

本章表明，当前经济中的任何个人和机构实际上都是金融市场的参与者。尽管我将分别讨论资金的提供者和使用者，但实际上一个市场参与者可以同时扮演这两种角色。你可以在借钱盖房的同时在股市进行投资或向当地政府购买债券。银行向制造商和房地产开发商发放贷款，但它们也购买国债和市政免税债券。

本章要点

- 商业周期、股票市场周期和利率周期是美国经济的三个主要推动因素。
- 经济和政治事件会导致金融市场波动。
- 主要的金融市场包括股票市场、固定收益市场和外汇市场。
- 经济和政治事件可能引起金融市场发生相同方向或不同方向的变动。
- 市场心理是不断变化的。
- 事实上，经济中的任何人都是直接或间接的金融市场参与者，但投资者又各不相同。这一特点使得市场不断发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

国民收入和生产账户

宏观经济学入门教材会告诉你国内生产总值，即我们常说的 GDP，是用美元衡量的在一定时期内在美国国内生产的所有商品和服务的价值总和。具体来说，国内生产总值衡量了使用美国国内的生产要素——土地、劳动力和资本——生产的商品和服务的总价值，无论这些生产要素的所有者是谁。商品和服务的生产很难直接衡量，但人们设计了一套会计制度，即国民收入和生产账户（NIPA）来解决这个问题。这套会计制度通过计算所购买的商品和服务（产品方面）或生产要素收入（收入方面）来对 GDP 进行核算。

虽然国内生产总值和国民收入是季度数据，但美国商务部经济分析局（BEA）每月会以初步估计值的形式发布信息，随后再进行两次修订。每个季度的初步估计值大约在该季度结束后四周便可获得，这意味着第一季度的 GDP 会在 4 月底公布。但这个时点上的数据并不都是真实数据。经济分析局的经济学家需要对报告中的部分数据进行预测。而在收入方面，可能某些部分的完全数据要等到第一次对数据进行修订时，也就是该季度结束后的两个月才能够获得。不完全的数据包括公司利润和净要素收入，国内生产总值和国民生产总值间的缺失环节。（净要素收入指的是美国向外国人支付的劳动力和财产报酬与外国向美国人支付的劳动力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和财产报酬二者间的差额。本章随后将有更为详细的介绍。）

因为经济分析局首次发布 GDP 数据时并没有获得完整的真实数据，因此在初步估计值发布三个月之后所公布的最终修订数据可能会呈现出完全不同的经济状况。

产品方面

国内生产总值

GDP 核算最常用的方法是从产品角度进行衡量，而在宏观经济学中被反复提及的恒等式是：

$$GDP=C+I+G+(X-M)$$

从恒等式可以看出，GDP 是消费品和服务支出（C）、投资品（I）、政府对商品和服务的支出（G），以及出口（X）减进口（M）（即净出口）的总和。进口要从 GDP 中减去是因为这些商品和服务是在国外而非美国生产的。表 2—1 给出了以当期美元计价的国内生产总值，以及用经过季节性调整年化（SAAR）的 2000 年链式加权美元实际价值计算的国内生产总值。表 2—2 显示了 GDP 各组成部分的相对重要性。

表 2—1 **国内生产总值**

	2002 年	2003 年	2004 年	2004 年第一季度	2004 年第二季度	2004 年第三季度	2004 年第四季度
国内生产总值	10 487.0	11 004.1	11 735.0	11 472.6	11 657.5	11 814.9	11 994.8
个人消费支出	7 376.1	7 760.9	8 230.0	8 060.2	8 153.8	8 282.5	8 423.3
耐用品	916.2	950.7	994.0	976.3	975.5	1 007.0	1 017.0
非耐用品	2 080.1	2 200.1	2 377.0	2 316.6	2 354.6	2 387.2	2 449.7
服务	4 379.8	4 610.1	4 859.0	4 767.3	4 823.8	4 888.2	4 956.6
国内私人投资总额	1 579.2	1 665.8	1 927.3	1 819.7	1 920.7	1 947.0	2 021.9
固定资产投资	1 568.0	1 667.0	1 884.0	1 783.5	1 861.7	1 915.4	1 975.3
非住宅	1 063.9	1 094.7	1 220.5	1 158.8	1 198.5	1 238.5	1 286.3
结构性建筑	271.6	261.6	278.2	266.0	275.5	281.2	290.0
设备和软件	792.4	833.1	942.4	892.8	923.1	957.3	996.3
住宅	504.1	572.3	663.4	624.6	663.2	677.0	688.9
存货变化	11.2	−1.2	43.4	36.2	59.0	31.6	46.7
农业	−1.5	0.3	−1.1	1.0	−2.4	−0.2	−2.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	2002 年	2003 年	2004 年	2004 年第一季度	2004 年第二季度	2004 年第三季度	2004 年第四季度
非农业	12.7	−1.5	44.4	35.2	61.4	31.8	49.3
商品和服务净出口	−424.9	−498.1	−606.2	−546.8	−591.3	−611.8	−674.8
出口	1 005.0	1 046.2	1 175.5	1 134.3	1 167.6	1 189.5	1 210.4
进口	1 429.9	1 544.3	1 781.6	1 681.2	1 758.9	1 801.2	1 885.2
政府消费支出和总投资	1 956.7	2 075.5	2 183.9	2 139.5	2 174.3	2 197.2	2 224.5
联邦政府	680.9	752.2	809.9	793.3	804.4	817.4	824.6
国防	437.4	496.5	547.9	534.1	541.2	557.0	559.4
非国防	243.5	255.8	262.0	259.1	263.2	260.4	265.2
州和地方政府	1 275.8	1 323.4	1 374.0	1 346.3	1 369.9	1 379.8	1 399.9
产品最终销售（GDP—存货变化）	10 475.9	11 005.3	11 691.6	11 436.4	11 598.5	11 783.3	11 948.2

国内生产总值

（十亿，2000 年链式加权美元，经过季节性调整年化）

	2002 年	2003 年	2004 年	2004 年第一季度	2004 年第二季度	2004 年第三季度	2004 年第四季度
国内生产总值	10 074.8	10 381.3	10 841.9	10 697.5	10 784.7	10 891.0	10 994.3
个人消费支出	7 123.4	7 355.5	7 632.6	7 543.0	7 572.4	7 667.8	7 747.0
耐用品	959.6	1 030.6	1 099.4	1 075.5	1 074.7	1 118.3	1 129.0
非耐用品	2 037.4	2 112.4	2 208.5	2 187.3	2 188.0	2 213.2	2 245.3
服务	4 128.6	4 220.3	4 338.3	4 291.7	4 320.0	4 352.4	4 389.2
国内私人投资总额	1 560.7	1 628.8	1 843.5	1 764.5	1 842.9	1 853.9	1 912.6
固定资产投资	1 548.9	1 627.4	1 794.4	1 721.4	1 778.3	1 816.1	1 861.9
非住宅	1 075.7	1 110.8	1 228.6	1 173.0	1 207.9	1 245.3	1 288.3
结构性建筑	251.6	237.4	240.7	237.7	241.7	241.0	242.3
设备和软件	826.5	879.2	998.6	943.7	975.5	1 015.6	1 059.5
住宅	470.1	511.2	560.7	542.5	563.6	565.9	570.6
存货变化	11.8	−0.7	45.7	40.0	61.1	34.5	47.2
农业	−1.6	0.3	3.4	5.1	3.0	3.8	1.7
非农业	13.5	−1.1	42.4	34.5	58.8	30.4	45.9
商品和服务净出口	−472.1	−518.5	−583.7	−550.1	−580.3	−583.2	−621.1
出口	1 012.4	1 031.8	1 120.3	1 095.4	1 114.8	1 131.1	1 140.0
进口	1 484.4	1 550.3	1 704.0	1 645.5	1 695.1	1 714.3	1 761.2
政府消费支出和总投资	1 857.9	1 909.4	1 946.6	1 935.8	1 946.5	1 949.9	1 954.0
联邦政府	646.6	689.6	721.7	713.3	718.1	726.6	728.8
国防	414.7	451.8	484.9	477.6	479.9	491.5	490.7
非国防	232.0	237.6	236.4	235.4	237.9	234.7	237.7
州和地方政府	1 211.4	1 219.9	1 224.8	1 222.4	1 228.3	1 223.2	1 225.1
产品最终销售额（GDP—存货变化）	10 063.3	10 379.8	10 794.6	10 655.8	10 722.3	10 854.7	10 945.5

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

个人消费支出 总体而言，个人消费支出占到了国内生产总值的 70%左右。消费支出可以分为服务、非耐用品和耐用品。对服务的消费支出占到了个人消费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支出总额的一半以上。如表 2—2 所示，这部分支出随时间推移相对稳定，但在过去的 40 年中，它的相对重要性一直呈上升趋势。可以将其进一步细分为对住房、家庭用度、医疗和交通的支出。住房成本是指抵押贷款或支付的租金，家庭用度支出是指支付的电费、水费和天然气费用。

表 2—2　　实际 GDP 组成部分及相对份额

国内生产总值份额	1960 年代	1970 年代	1980 年代	1990 年代	2000—2004 年
个人消费支出	63.1%	65.8%	66.8%	67.5%	70.1%
耐用品	4.2%	5.2%	5.9%	7.0%	9.5%
非耐用品	24.9%	23.3%	21.7%	20.3%	20.2%
服务	34.4%	37.6%	39.6%	40.4%	40.5%
国内私人投资总额	11.5%	12.7%	13.2%	14.2%	16.4%
固定资产投资	11.2%	12.5%	13.1%	13.8%	16.2%
非住宅	6.2%	7.3%	8.5%	9.5%	11.4%
结构性建筑	5.0%	4.6%	4.7%	3.2%	2.7%
设备和软件	2.7%	3.7%	4.7%	6.5%	8.8%
住宅	6.0%	5.9%	4.7%	4.4%	4.8%
存货变化	0.7%	0.5%	0.3%	0.5%	0.2%
农业	NA	NA	NA	0.0%	0.0%
非农业	NA	NA	NA	0.4%	0.2%
商品和服务净出口	−0.8%	−1.1%	−1.3%	−1.1%	−4.6%
出口	3.7%	4.9%	6.0%	9.4%	10.4%
进口	4.5%	6.0%	7.3%	10.6%	15.0%
政府消费支出和总投资	28.4%	23.3%	21.7%	19.7%	18.1%
联邦政府	14.8%	9.7%	9.5%	7.6%	6.3%
国防	12.0%	7.0%	6.9%	5.2%	4.1%
非国防	2.9%	2.7%	2.6%	2.4%	2.2%
州和地方政府	13.4%	13.7%	12.1%	12.1%	11.7%

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

对非耐用品的购买支出占到了消费支出的 1/4 以上。尽管这部分支出的季度数据并不像服务支出那样稳定，但它每年以相当稳定的速度增长，在经济扩张阶段加速，在经济衰退阶段减速。非耐用品主要由食品、衣服和鞋、汽油和其他油类、燃料油和煤炭等构成。对非耐用消费品和服务的支出都与收入紧密联系，因此它们一般会同向增减。但是，那些作为生活必需品的产品和服务则不会随着收入的降低而减少。从表 2—2 可以看出，20 世纪 60—90 年代，非耐用消费品的相对重要性降低，而耐用消费品的相对重要性上升。这一长期趋势可以反映出包括人口以及相对价格显著变化在内的众多因素导致人们的消费习惯发生了变化。例如，人们对手机、数码相机、打印机、台式电脑和笔记本电脑、掌上电脑、MP3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

播放器、音乐播放器、便携式 DVD 播放器等商品的采购量增加了。

耐用消费品支出占消费支出的 1/8，但波动明显。耐用消费品对商业周期非常敏感，在经济扩张期迅速增长，在经济衰退期则会大幅下降。像前面讨论的两个支出构成部分一样，耐用品支出的增长反映出收入的增长。但与服务和非耐用品不同的是，耐用品支出对利率高度敏感。大型商品（如汽车和家具）花费巨大，因此经常采用信用购买的方式。针对纽约世界贸易中心大楼和华盛顿五角大楼的“9·11”恐怖袭击及经济的衰退影响了汽车市场，为了刺激由此而疲软的汽车销售，汽车制造商推出了无息贷款，汽车销售量因此在 2001 年 10 月激增。而随着时间推移，无息贷款对消费者而言成为一种常态，它就失去了对市场的冲击力。但毫无疑问，它对市场最初的影响是惊人的，汽车销售量在一个月的时间里上涨了 31.5%。

尽管与非耐用消费品和服务相比，耐用消费品支出在总消费支出中所占的比重小，但由于它有可能大幅增加或减少，所以会导致消费支出季度性的剧烈波动。不过它对年度性波动的影响要小得多。除了汽车和轻型卡车外，耐用品还包括家具、家电（如冰箱和炉灶），以及珠宝。从表 2—2 可见，自 20 世纪 60 年代起，耐用品支出所占比重呈现大幅上升趋势。

国内私人投资 投资支出占 GDP 的比重较小，大概为 1/6，但其波动幅度却很大。投资可以分为非住宅固定资产投资、住宅投资以及存货变化。非住宅固定资产投资由结构性建筑（如工厂、办公楼和公用事业）以及设备和软件（如信息处理设备和软件、工业设备和运输设备）构成。企业的固定资产投资支出对商业周期高度敏感。当经济处于扩张期，企业利润大增，生产商将会投资新的设备或厂房来扩大产能。而当经济活动放缓或陷入衰退，生产商则面临产能过剩和低利润，因此他们会削减对工厂、商业建筑和机床的投资。企业利润类似于消费者的可支配收入，但波动更大，有着更高的顶峰和更低的谷底。当经济陷入衰退时，个人消费支出中的很大部分仍被认为是必要支出，但仅有很小部分的投资支出被认为是必不可少的。因此，非住宅投资在经济扩张时的增速要比 GDP 增速快几倍，而当经济下降时，其下跌速度也会比 GDP 快几倍。表 2—2 显示，企业固定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的十年平均水平自20世纪60年代至今呈上升趋势。但企业固定投资占GDP的百分比在1991和1992年下降，一部分原因是20世纪90年代早期的经济衰退，还有一部分原因是市场在试图吸收80年代的房地产泡沫。投资支出占GDP的份额在2000年达到顶峰，在2001—2004年呈下降趋势。

住宅投资包括单户住宅和多户住宅（例如连排房和公寓楼等）。对现有房屋结构的增加和改造也属于这一类。无论是消费者购买住宅还是房地产开发商要建造一幢高层公寓大楼，这两种行为都被称为“投资”，并且都受到商业周期的影响。当经济快速扩张时，消费者（企业）的收入合理增长，购买房屋或公寓变得更为容易。而当经济衰退时，消费者的可支配收入增长受到遏制，有可能无法负担住房。表2—2显示，20世纪60—90年代，住宅投资支出的相对重要性呈下降趋势。尽管我们可以在这个阶段的不同年份看到住房对商业周期的敏感性变动，但实际上是人口变化在这一时期起到了决定性作用。“婴儿潮”一代中的绝大多数人在80年代中期已步入住房市场，而“婴儿潮”之后的一代人，被称为“生育低谷世代”(baby bust cohort)，人数相对较少。到80年代末，当他们开始组成新的家庭，很明显他们对住房的需求要低于上一代人。在1992年初，全国住房建筑商协会(National Association of Home Builders)准确地预测到生育低谷世代将会在90年代中期对房地产活动产生抑制作用。2000年的股市暴跌以及随后的熊市以及低利率环境在2001—2004年间推动了住房需求的增长，住宅投资占GDP的比重再次增长。一旦投资者在股市受挫，他们会决定将投资转移到其他市场。低利率推动了住房投资，一种不同于股票或债券的有形资产投资。

除了商业周期，其他因素也会对消费者的房屋购买决定和生产者的资本投资决策产生影响。而最值得注意的是，利率会影响投资决策。利率与投资支出之间呈负相关关系：利率的下降会降低借款成本，从而带来投资支出的增长。历史数据显示，住宅和非住宅投资支出是逆周期的，因为当经济陷入衰退时，低利率会带动房地产活动。但是，当经济扩张，利率迅速上升时，相关投资将会放缓。不过自20世纪80年代起，随着可调整利率贷款的出现和普及，这一效果被减弱了。尽管如此，在衰退阶段的后期，房地产活动仍然能够引领经济，因为市场上的低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率能够推动建设。

税法也能够影响投资决策。当税率很高时，抵押贷款利息支出的税收抵免作用使购房需求增加，而当税率较低时则相反。类似地，1981 年推出的税收优惠政策抵消了高利率，在 1983 年经济复苏的早期阶段，对设备和房屋的资本性支出因此而增加。根据美国资本形成委员会（American Council for Capital Formation）的数据，投资税收抵免于 1962 年初次实施，在 1966 年暂停，于 1967 年恢复，并于 1969 年废除。投资税收抵免随后又于 1971 年恢复，并在 1975 年增加了优惠幅度，到 1986 年再次被废除。

你知道吗?

投资税收抵免在 1986 年被废除的原因是它极大地促进了对设备的购买并改变了整个过程中的商业行为。例如，税收抵免可被用于可移动办公室分区而非单独房间的修建，从而使职工失去其隐私。在工厂里，税收抵免可以用于可拆卸的移动光源，而非永久的采光天棚。

尽管投资税收抵免政策存在扭曲经济的缺陷，但很多经济学家仍然支持采用税收抵免来刺激经济，至少可以作为一种临时措施来实行。美国西北大学的经济学家罗伯特·艾斯纳曾评价说："如果只是作为一种临时措施，投资税收抵免政策将会带来很大的收益。"[1]

投资支出的第三个主要组成部分是存货投资。要注意的是，计入国内生产总值的是商业存货数量的变化而非存货的实际水平。**这一组成部分使得 GDP 衡量的是生产而非销售**。如果生产超过销售，存货增加；如果生产小于销售，存货减少。商业存货可分为农业和非农业两类。非农存货可划分为三部分：制造业存货、批发业存货和零售业存货。即使是在经济状况最好的时候，存货变化也可能会出现大幅度波动，尤其是当处于商业周期的拐点时。事实上，存货周期会加剧经济的衰退。

一般情况下，生产商的目标存货水平与其对销售的预期相一致。当经济扩张时，他们会随着产品销量的上升而增加存货；相反地，当经济下行时，生产商会将存货保持在一个较低的水平，即使销售回暖也不一定会立即更新存货。即便是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用计算机化的存货管理，也很难确定处于拐点时的适当存货水平。当经济条件恶化时，生产商会发现他们在积累未出售的货物存货，但他们仍会将产量保持在一个较高的水平，因为他们并不确定未来的经济环境如何。当存货数量大幅度超过预期水平时，生产商将减少生产，经济增长放缓甚至开始呈下降态势。为了避免生产多余的产品，生产商将在随后的时间里耗费存货，从而加剧了商业周期波动。

即便在存货数量很少的时候，存货周期也和经济商业周期并行。在 20 世纪 80 年代早期，很多经济学家推断美国不太可能进入另一个由存货导致的经济衰退，因为计算机的普及和准时制存货管理（JIT）预示着存货管理新时代的到来。而因为存货数量少，“不足”和“温和”成为 1990—1991 年经济衰退的代码。尽管存货水平很低，但图 2—1 仍清楚地显示了这一阶段的存货周期，以及 2001 年更为明显的一个周期。当消费者意外地停止支出，零售商将难以卖出货物。尽管高科技的存货管理确实带来了所谓的好处，但在最近两次经济衰退中，存货变化模式仍和 1981—1982 年的情况非常相似。

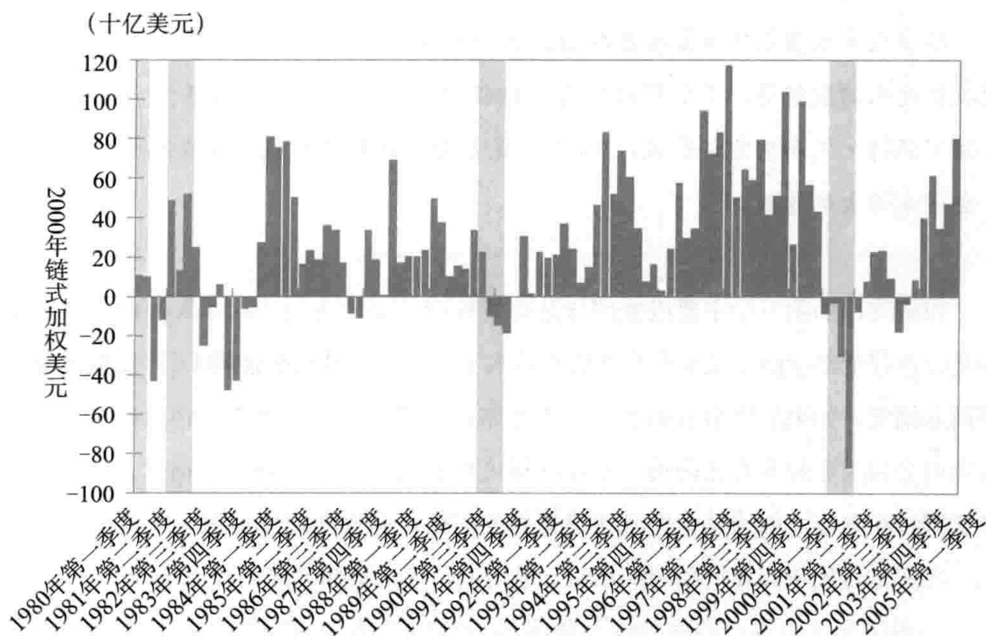


图 2—1 商业周期中的存货变化

说明：准时制存货管理并没有能消除 20 世纪 90 年代和 2001 年的存货周期。

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府支出 政府对商品和服务的支出不到国内生产总值的 1/5。联邦政府支出主要用于国防和非国防产品和服务的购买。联邦国防开支是不言自明的：轰炸机和航空母舰，以及在部队工作的军人和文职人员的薪金。非国防支出，包含了从曲别针到电脑和汽车的众多产品，还包括工作人员的薪金（进行经济数据收集处理的统计机构也在其中）。

当经济分析局在 1995 年对国民收入和生产账户进行修订时，其中一个变化就是使用了新的政府支出分类方式，对消费和投资支出进行了区分。表 2—3 显示，政府支出的主要构成是消费，这是因为隶属于服务消费支出分类下的职工报酬占到了政府支出总额的一半以上。非耐用品消费包括对诸如燃料和文具等产品的购买。耐用品消费包括对大额投资品部件的替换和更新。例如，购买车辆被视为投资，但更换零部件（如汽车电池）则被视为非国防消费分类下的耐用品消费。而轰炸机和坦克的零部件则被看作是国防消费分类下的耐用品消费。

表 2—3　　政府消费支出和总投资

	2002 年	2003 年	2004 年	2004 年第一季度	2004 年第二季度	2004 年第三季度	2004 年第四季度
十亿，当期美元							
政府消费支出和总投资	1 956.6	2 075.5	2 183.9	2 139.5	2 174.3	2 197.2	2 224.5
联邦政府	680.8	752.2	809.9	793.3	804.4	817.4	824.6
国防	437.4	496.4	547.9	534.1	541.2	557.0	559.4
消费支出	382.0	436.1	477.5	465.2	473.6	487.1	484.0
总投资	55.4	60.4	70.4	69.0	67.6	69.8	75.3
非国防	243.4	255.7	262.0	259.1	263.2	260.4	265.2
消费支出	210.7	222.5	227.0	225.9	226.6	225.9	229.5
总投资	32.7	33.2	35.0	33.2	36.5	34.5	35.7
州和地方政府	1 275.8	1 323.3	1 373.9	1 346.3	1 369.9	1 379.8	1 399.9
消费支出	1 016.5	1 058.5	1 099.7	1 079.8	1 091.8	1 105.5	1 121.6
总投资	259.3	264.9	274.3	266.4	278.0	274.3	278.3
十亿，2000 年链式加权美元							
政府消费支出和总投资	1 857.9	1 909.4	1 946.5	1 935.8	1 946.5	1 949.9	1 954.0
联邦政府	646.6	689.6	721.7	713.3	718.1	726.6	728.8
国防	414.6	451.8	484.9	477.6	479.9	491.5	490.7
消费支出	358.2	390.3	415.0	408.5	412.5	422.1	417.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

政府消费支出和总投资	1 857.9	1 909.4	1 946.5	1 935.8	1 946.5	1 949.9	1 954.0
总投资	56.6	61.6	70.6	69.9	67.7	69.8	74.9
非国防	232.0	237.6	236.4	235.4	237.9	234.7	237.7
消费支出	199.0	204.0	201.4	201.8	201.5	200.2	202.3
总投资	32.9	33.5	35.2	33.6	36.8	34.6	35.6
州和地方政府	1 211.4	1 219.8	1 224.8	1 222.4	1 228.3	1 223.2	1 225.1
消费支出	962.2	969.0	973.7	971.5	971.5	974.6	977.3
总投资	249.2	250.9	251.1	251.0	257.1	248.6	247.8

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

联邦政府支出呈现周期性规律，但并不一定与商业周期相关。非国防采购在过去的 30 年时间里稳步上升——而与此同时，国防支出则时紧时松。从 1991 年起，军费开支大幅度下降，并在 1999 年触底反弹。在 2001 年“9·11”恐怖袭击和 2003 年伊拉克战争前，国防支出就已经开始加速增长。在国民收入和生产账户（NIPA）中，政府采购只包含了对商品和服务的支出，并不包括政府的转移支付，如社会保障、医疗保险和医疗补助。

净出口 在过去的 45 年中，对外贸易在国内生产总值中所占比重迅速上升。自 1983 年起，强势美元和美国经济复苏导致进口大幅度上升，外贸部门成为美国经济的重要组成部分。简言之，净出口等于商品和服务出口总额减去商品和服务进口总额。表 2—2 显示，在 2000—2004 年间，出口和进口之和占到了 GDP 的 25.4%，与 20 世纪 80 年代的 13.3%和 60 年代的 8.2%相比，得到了大幅度的提升。以美国经济为例，出口每年下降 10%，GDP 增长会降低 1%；类似地，进口每年上升 10%，GDP 增长会降低 1.5%。二者的差别也显示，进口占 GDP 的 15%，而出口仅占 GDP 的 10%。

就像美国经济的其他部门一样，出口和进口也会受到商业周期的影响。当经济处于扩张阶段，美国消费者和企业有更多的钱可以支配，会使用富余的钱购买进口商品，因此进口将会增加。这些商品可能包括来自沙特阿拉伯的汽油、日本的汽车，以及意大利的皮革制品。当美国经济处于衰退中，对商品和服务总需求的下降也包括对国外商品需求的下降，因此国内产值的下降在一定程度上因消费者不像以前那样购买国外的商品和服务而得到缓解。1990—1991 年的经济衰退较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为温和，一些经济学家认为其中一个原因就是消费者需求的下降包含了对进口产品需求的下降。事实上，进口需求并不仅仅在 1990—1991 年的经济衰退时期下降，在 2001 年的衰退中也是如此。由于进口商从未像现在这样在美国经济中占有如此大的份额，从理论上讲，当美国发生经济衰退时，他们所受到的冲击也将比之前任何一次都大。当其他国家经济呈现稳健增长态势，他们对外国产品的需求将增加，美国的出口将增长。这些产品可能包括农产品、飞机、电机设备及咨询服务。与此相反，当国外的经济活动降温，他们对外国产品的需求减少，美国的出口将下降。

消费者有时会把强劲的进口需求视为负面消息，因为他们担心如果外国生产的产品的受欢迎程度超过国内产品，他们将会失业。大多数经济学家赞同自由贸易会降低消费品成本。在 20 世纪 90 年代中后期，当美国经济增长过快时，进口贸易对遏制通货膨胀起到了作用。如果当时外国产品没能满足市场需求，那么在那个时期国内通货膨胀将迅速升温。

出口和进口也受到汇率的影响。当美元相对于其他外汇升值，美国的出口减少，进口增加。相反，如果美元相对于其他货币贬值，美国的出口将增加，进口将减少，因为外国产品将变得更为昂贵。

你知道吗?

外国人的购买并不仅限于商品和服务，他们还进行房产投资。2005 年 3 月 9 日，《华尔街日报》报道，外国人正在“讨价还价”抢夺纽约市和佛罗里达州的房产。[2]

最终销售额 尽管 GDP 是一个衡量整体生产情况的重要指标，但是经济学家有时更喜欢关注销售增长。最终销售额等于国内生产总值减去商业存货变化量。当处于商业周期的拐点或经济的未来方向不明时，使用最终销售额比使用 GDP 更为合适。最终销售额衡量了总需求，是对未来生产进行预测的很好的指标。如果在较长的时间段（至少两个季度）里最终销售额增长超过国内生产总值的增长，这预示着强劲的需求以及生产形势的好转。相反，如果最终销售额增长低于 GDP 增长，则预示着需求的放缓以及不必要存货的增加，而这也往往预示着生产增速的放缓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净出口和GDP：并不总是拖累

很容易看出为什么负的净出口余额对GDP而言是个拖累。净出口需要与个人消费支出、投资支出和政府购买进行加和，净出口赤字越大，需要从总额中减去的数值就越大。下面的例子说明了与案例2相比，案例1中较大的赤字会导致较低的GDP水平。

	案例1	案例2
C+I+G	1 000美元	1 000美元
净出口	−50	−25
GDP	950美元	975美元

下面的例子说明，持续减小的净出口赤字即使仍然为负，也能为该年的GDP增长做出贡献。为了简单起见，假设C+I+G在全年没有变化。

	一季度	二季度	三季度	四季度
C+I+G	5 000美元	5 000美元	5 000美元	5 000美元
净出口	−100	−90	−70	−40
GDP	4 900	4 910	4 930	4 960
百分比变化*	NA	0.8	1.6	2.5

* 季节性调整年化率（SAAR）。

从一季度到二季度，净出口增长了10美元。从二季度到三季度，净出口增长了20美元，这使得GDP季度增长率由0.8%上升至1.6%。净出口在第四季度增长了30美元，使得该季度的GDP增长率上升至2.5%。

这个过程反向同样成立。当净出口赤字由小变大，GDP增长率将会恶化。

实际值与名义值 生产指标衡量的是实物的产出。在讨论经济增长时，我们希望能够对不同时间点的实际实物产出进行衡量。国内生产总值是对产出的衡量，它是使用美元来计价的。因为我们想要对不同时点的GDP进行比较（衡量从某一年到下一年的经济增长），所以需要解决价格变化问题。我们讨论**实际**GDP，指的是已经去除价格上升影响的以美元计价的产出值。这并不复杂。

但是对**实际**GDP的计量并不像看起来那么简单。使用不同的量度方法将会得到不同的增长率。对一个国家的经济活动进行准确描述并不是一件微不足道的事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情，因为经济活动会对利率、股票价格、汇率和政治选举这些影响消费者和企业的因素产生影响。

在 1995 年之前，经济分析局选取一个基准年度对当期（名义）美元 GDP 进行通货膨胀调整，基准年度大约每五年一换。在 1991—1995 年间，基准年度是 1987 年。实际 GDP 等于名义 GDP 除以一个基于 1987 年价格和产量计算出的价格指数。在 20 世纪 80 年代的后半段，基准年度是 1982 年。如果随着时间推移，商品和服务价格的变化幅度不同，对基准年度的选择将会影响到经济增长率的计算。20 世纪 80 年代和 90 年代开始，高科技产业产出所占比重加大，价格开始稳步下降，且下降幅度显著——与其他商品和服务的价格形成鲜明对比。

但低价格产品对高价格产品的取代并未在固定权重的价格指数中得到体现，因为它衡量的是一个固定篮子的商品和服务的价格变化。但消费者和企业一直都在试图购买更为便宜的商品和服务。由于这种替代偏差的存在，在计算基准年度之后年份的经济增长时，距离基准年度越远，经济增长越会被高估。当计算基准年度以前年份的经济增长时，距离基准年份越远，经济增长率越会被低估。

经济分析局可以通过每五年改变基准年度来解决对未来经济增长的高估问题，但这还是无法解决计算历史增长率时出现的低估问题。在 1991 年的全面修订中，基准年由 1982 年改为 1987 年，在 1995 年，基准年又被改为 1992 年。经济史每隔五年左右被改写一次，因为整个 GDP 的历史数据会基于新的基准年度进行重新计算。

为了能够更准确地衡量整个时间序列的产出增长，经济分析局转而采用链式加权方法衡量 GDP，从而消除替代偏差的影响。与固定权重指数不同，链式加权指数更为频繁地改变其基准年度。因此，2005 年的产出价格大致是 2004 年和 2005 年价格的平均值。计算机的价值可以按照当前价格来计算，因此对当前技术的投资就不会随着时间的推移而被高估。（从技术上讲，链式加权指数是两种固定权重加权法——文献中称为拉斯拜尔指数和派许指数——的几何平均。消费者价格指数（CPI）和生产者价格指数（PPI）是固定权重拉斯拜尔指数。）

毫无疑问，链式加权实际 GDP 是一个更为精确的经济活动衡量指标。但它也存在问题。在本章的第一部分，GDP 被描述为消费、投资、净出口和政府支出之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和。这个恒等式不会改变。但链式加权 GDP 指标是一个指数，而非美元价值。很明显我们无法将指数进行加和，而且我们更习惯于看到实际 GDP 以美元形式表示。经济分析局将指数值转换为 2000 年链式加权美元。但这里就出现问题了：指数并不具有可加性。对耐用消费品、非耐用消费品及服务的支出进行加和并不恰好等于个人消费支出总额。计算年份距离基准年度越近，通过指数计算出的 GDP 与加和得到的 GDP 的差别越小。计算年度与基期距离越远，二者的差别就越大。在任何给定季度，二者的差额可正可负。尽管存在这样或那样的问题，大多数分析师还是倾向于使用美元计价的 GDP 值而非基于指数计算出的数值。经济分析局在其季度报告中同时发布这两种数据。

国民生产总值与国内生产总值

商务部在几年前开始从关注国民生产总值（GNP）转为关注国内生产总值（GDP）。与 GNP 相比，GDP 与其他经济指标，如工业生产、就业、生产率和建筑与设备投资之间的关系更为紧密，因此能够更好地衡量当前的经济活动。但是当分析收入的来源和处置时使用 GNP 更为恰当，因为来自于世界其他国家的收入和对其他国家的支付可能是其中的一部分，但却没有被包含在 GDP 中。

GNP 和 GDP 之间的差异相对较小。国民生产总值包含的是运用居住在美国或国外的美国国民提供的劳动力和资本生产出的商品和服务。国内生产总值包含的是由位于美国境内的劳动力和资本生产出的商品和服务。如表 2—4 所示，将从国外获得的要素收入加入 GDP，把对其他国家的要素支出从 GDP 中减去，就得到 GNP。对外国人的要素支出指的是运用外国人提供的劳动力和资本在美国本土生产的商品和服务。来自于国外的要素收入则是指使用美国国民提供的劳动力和资本在国外生产的商品和服务。净要素收入衡量了这些收入和支出之间的差额。正因为如此，在肯塔基和俄亥俄组装的丰田和本田车被计入国内产品而非国民产品。日本制造商获得的利润也会被计入国内生产总值而非国民生产总值。在欧洲组装的福特和通用汽车将不会被计入国内生产总值，但却包含在国民生产总值中。福特和通用的海外利润是 GNP 的一部分，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不属于 GDP。归根结底，这两个指标反映的经济状况相同，它们每季度的增长率也非常接近。

表 2—4 GDP 和 GNP 的关系（十亿，当期美元，经季节性调整年化值）

	1960 年	1970 年	1980 年	1990 年	2000 年	2004 年
国内生产总值	526.4	1 038.5	2 789.5	5 803.1	9 817.0	11 735.0
加：来自其他国家的要素收入	4.9	12.8	79.1	189.1	382.7	405.8
减：对其他国家的要素支出	1.8	6.4	44.9	154.3	343.7	361.9
国民生产总值	529.5	1 044.9	2 823.7	5 837.9	9 855.9	11 778.9

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

市场反应

金融市场对 GDP 数据的反应并不一定和一般旁观者所预期的一致。并非金融专业人士的普通人一般会偏好伴随着低失业率的强劲经济增长，因为这会促进生活水平的不断提高。但固定收益市场参与者的反应是消极的，他们认为高 GDP 增长是通货膨胀或美联储紧缩货币政策的前兆。消极的反应意味着债券价格将下降，债券收益率或利率水平将会上升。而当 GDP 增长缓慢或为负，则意味着经济活动放缓或全面衰退，但在这种情况下该市场的反应却可能是积极的：债券价格上升（利率下降）。在固定收益市场上，基于强劲的经济增长会增加对所有商品和服务的需求这一认知，好的（经济）消息是坏消息，而坏的（经济）消息是好消息。当需求无法被满足，价格将会上涨以抵消部分需求。而经济稳健增长会带来通胀压力这一观点则是基于“需求拉动型”通货膨胀理论。生产者缺乏必要的资源生产足够的产品来满足消费者，因此价格将被哄抬，通货膨胀出现。

当经济增长疲软，或处于复苏初期，GDP 增长会伴随通货膨胀这一想法是愚蠢的。实际上，在经济复苏的第一年，生产商受益于工人生产效率的提高，通胀压力将会进一步放缓。在这种情况下，固定收益市场参与者会担心美联储不再实行宽松政策保持低利率。因此稳健的经济增长或许并非通胀压力的信号，而只是预示着美联储即将结束有利的政策以及利率下降的终结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场的反应对于一个理智的市场观察者而言可能更有意义。股票市场的参与者更期望看到稳健的经济增长，因为经济增长会促进企业利润的上升，而疲软的经济环境往往意味着公司盈利状况不好。假设 GDP 的增长并未伴随着通胀压力，股票价格会在经济（GDP）疲软时下跌，在经济（GDP）上升时上涨。但如果经济增长伴随着价格水平的上涨，股票市场的参与者也和固定收益市场参与者一样，并不乐于看到经济的强劲增长。股票投资者也关注利率水平，因此，债券价格下降（即利率上升）对股票投资者而言是不利的。

外汇市场参与者偏好稳健的经济环境以期美元升值，前提是强劲的经济活动能导致利率上升并增加对美元的需求。但如果强劲的经济活动只预示着通胀压力，则美元将会贬值。疲软的经济将会带来利率的下降以及对美元需求的下降。因此，与固定收益市场上的负面反应相对应的是外汇市场上的正面反应。

但存在一个例外。如果 GDP 增长是因为存货上升，而与此同时最终销售额下降，固定收益市场的参与者会将此视为市场走弱以及利率不会上升的信号。最终销售额反映的是经济中的总需求。需求的下降伴随存货的上升预示着不需要增加库存，厂商即将减产。在这种状况下，股票价格和美元汇率都不会上升，反而有可能下降。

注意！

GDP 数据中需要特别注意的要素是最终销售额和商业存货变化。就像上面提到的，它们会预示下一季度的经济活动情况。另外，要注意任何季度的 GDP 先期报告或初步报告都部分基于对商业存货和净出口的预测。如果这两部分数据出现了超预期的变化（方向或强度），那么最好更为谨慎地等待 GDP 的下一次修订。

GDP 的修订是很常见的。根据经济分析局的数据，在 1978—2003 年间，实际 GDP 的平均修订幅度（先期报告值和最终值之间）的绝对值为 0.6 个百分点。三分之二的修订在下降 0.6 个百分点至上升 0.9 个百分点之间。[3]

有时经济分析局报告的经济增长率没有改变，但 GDP 的构成却改变了。对总增长率的修订比对经济增长构成的修订更具实质意义，除非变化来自于存货的变动。就像之前所讨论的，伴随着最终销售额增长的存货的变化将预示着未来生产的增加或缩减。例如，经济分析局最初估算 2004 年第四季度的 GDP 将增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.1%。第一次修订将增长率调整至 3.8%，第二次修订时没再发生变化，但最终报告中的某些构成部分的增长率与初步报告中相比有所变动。正如预期的那样，初步报告和最终修订报告之间的差异很大部分来自于净出口；投资类别下的修订幅度也很大。表 2—5 总结了 2004 年第四季度的先期报告、初步报告和最终报告中的 GDP 增长率及其构成。了解最终销售收入中有哪些来源于私营部门，又有哪些来源于公共部门，也是非常有用的。换言之，GDP 的增长是由于私人投资和消费支出增加了，还是由于政府部门支出的增加？政府支出不仅仅取决于财政政策，它也有可能间或出现大规模的变动。没有理由期望政府每季度的支出都呈现平滑的增长或下降。因此，第一季度支出的增加很可能伴随着第二季度支出的下降。

表 2—5　　2004 年第四季度年化实际增长率

	先期报告	初步报告	最终报告
发布于:	**2005 年 1 月 28 日**	**2005 年 2 月 25 日**	**2005 年 3 月 30 日**
国内生产总值	3.1	3.8	3.8
个人消费支出	4.6	4.2	4.2
耐用品	6.7	3.1	3.9
非耐用品	5.8	6.1	5.9
服务	3.7	3.4	3.4
国内私人投资总额	9.2	13.4	13.3
固定资产投资	6.7	9.7	10.5
非住宅	10.3	14.0	14.5
结构性建筑	−4.1	1.2	2.1
设备和软件	14.9	18.0	18.4
住宅	0.3	2.1	3.4
商业存货变化（十亿美元）	45.8	51.0	47.2
商品和服务净出口（十亿美元）	−631.9	−623.4	−621.1
出口	−3.9	2.4	3.2
进口	9.1	11.4	11.4
政府消费支出和总投资	0.9	1.2	0.9
联邦政府	1.6	1.7	1.2
国防	0.0	−0.3	−0.6
非国防	5.1	6.3	5.3
州和地方政府	0.6	0.8	0.6
最终销售额（GDP—存货变化）	2.7	3.2	3.4

资料来源：经济分析局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➤ 收入方面

国民收入是对收入的反映，而国内生产总值是对产品的反映。尽管经济学家们对国民收入都很熟悉，但国民收入并不像产品方面那样有非常著名的与之相关的恒等式。账户的收入方衡量的是在国内或海外的美国人所获得的要素收入。商务部不再关注国民生产总值的同时，却并没有减少对国民收入的关注。因此我们所探讨的是在美国境内或境外的由美国人所拥有的土地、劳动力和资本所带来的收入。

国民收入

国民收入恒等式可被归纳如下：国民收入（*NI*）是雇员报酬（*COMP*）、独立业主收入（*PROP*）、租金收入（*RENT*）、净利息收入（*NETINT*）和公司利润（*PROF*）之和。公式可写成：

$$NI = COMP + PROP + RENT + NETINT + PROF$$

国民收入应与 GDP 相等，因为人们首先要“挣”钱然后才能花钱。此外，GDP 衡量的是产出，而国民收入则显示什么被“消耗”来生产这些产出。至少从理论上讲，国民收入应等于国民产值。尽管这一关系在入门类教科书中非常明晰，但在现实世界中却不完全正确，因为在现实中我们无法像在教室里那样通过假设来简化条件。因此，需要从 GDP 中减去一些项目才能得到国民收入。GDP 加上净要素收入将得到 GNP，减去固定资本消耗（耐用品和结构性建筑的折旧），然后再减去统计误差，就能得到国民收入。表 2—6 给出了国民收入主要组成部分的相对比重。

雇员报酬 到目前为止，雇员报酬是国民收入中所占比重最高的组成部分，在 2004 年达到 64.3%。报酬可以分为以下部分：工资和薪金，以及工资和薪金之外的其他补助，如由雇主支付的退休金等福利。

报酬的支付是有周期性的。当经济增长放缓，工资和薪金的增长也将放缓，工人或者失业，或者减少工作时间。一般情况下，总报酬不会明显下降，因为国民收入（及其构成部分）通常用当期美元而非实际（经通货膨胀调整的）美元来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表示。相反地，当经济处于扩张阶段，雇员报酬将会加速增长。但在经济衰退期，即使工人失业，雇员报酬在国民收入中所占比重相对于利润仍然是上升的，因为生产商不会按产量下降幅度来大量解雇工人。这会导致人均生产率的下降和企业利润的大幅下挫。经济好转时的情况正好相反。当生产的增加高于就业增长，人均劳动生产率上升，利润迅速反弹。在 1990—1991 年经济衰退期，雇员报酬占国民收入的比重要高于在 1996 年和 1997 年企业利润繁荣增长阶段雇员报酬所占的比重。（有人或许会说有其他因素导致了 20 世纪 90 年代的工资水平较低。例如美联储主席艾伦·格林斯潘就经常谈到在 1996 年和 1997 年经济处于扩张中期，公司利润丰厚，但大型企业持续裁员，工人们的不安全感抑制了工资需求。）1997—2001 年，雇员报酬占国民收入的比重上升，企业利润所占比重下降。这或许是因为工人们的安全感增强了，于是开始要求更高的工资报酬。

表 2—6　　国民收入和公司利润（相对份额）

国民收入	1960 年代	1970 年代	1980 年代	1990 年代	2000—2004 年
雇员报酬	62.6%	65.9%	65.8%	65.1%	65.7%
工资和薪金	56.8%	56.5%	54.4%	53.6%	54.1%
其他收入	5.8%	9.4%	11.5%	11.5%	11.5%
独立业主收入和存货估价调整、资本损耗调整	9.7%	8.3%	7.0%	7.8%	8.5%
个人租金收入和资本损耗调整	3.0%	1.5%	1.1%	1.7%	1.8%
公司利润和存货估价调整、资本损耗调整	12.1%	9.9%	8.7%	10.1%	9.5%
净利息收入和杂项支付	3.0%	5.3%	8.9%	6.4%	6.0%
生产税和进口税减补贴	8.9%	8.6%	7.8%	8.0%	7.7%
企业当前转移支付	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.9%
政府企业当前盈余	0.2%	−0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
公司利润和存货估价调整、资本损耗调整	12.1%	9.9%	8.7%	10.1%	9.9%
减：公司所得税	4.7%	4.0%	2.9%	3.1%	2.5%
公司税后利润和存货估价调整、资本损耗调整	7.4%	6.0%	5.7%	7.0%	7.5%
公司股利净额	2.9%	2.5%	2.8%	4.0%	4.2%
未分配公司利润和存货估价调整、资本损耗调整	4.5%	3.5%	3.0%	3.1%	3.2%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

国民收入	1960 年代	1970 年代	1980 年代	1990 年代	2000—2004 年
公司净现金流和存货估价调整、资本损耗调整	9.3%	9.7%	10.3%	10.6%	11.3%
未分配公司利润和存货估价调整、资本损耗调整	4.5%	3.5%	3.0%	3.1%	3.2%
固定资本损耗	4.7%	6.2%	7.3%	7.5%	8.0%
减：存货估价调整	−0.2%	−1.2%	−0.4%	0.0%	−0.1%
公司净现金流	9.5%	10.9%	10.7%	10.6%	11.4%
附录					
公司税前利润	11.2%	11.0%	7.8%	9.5%	8.7%
公司税后利润	6.5%	7.0%	4.9%	6.4%	6.3%
公司存货估价调整	−0.2%	−1.2%	−0.4%	0.0%	−0.1%
公司资本损耗调整	1.1%	20.0%	1.2%	0.7%	1.3%

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

独立业主收入 独立业主收入占到国民收入的近 9%。它包含农民、个体经营者、独资或合伙企业小业主的收入。免税合作社的收入以及实物收入也包含在其中。独立业主收入也具有周期性：在经济扩张阶段更为迅速地上升，在经济衰退阶段更为缓慢地上升。独立业主收入在商业周期中比公司利润更为稳定。历史数据显示，政府对农民的补贴会导致该构成部分月度数据的剧烈波动，有时还会带来个人总收入的波动。从 2001 年起，经济分析局介入并推算季度和月度的补贴额。负责监督全美国农业收入和增加值的尼科尔·迈耶豪斯特指出，新方法的实行消除了该数据序列的部分波动。[4]

租金收入 租金收入是国民收入的第三个组成部分，所占比重小于 2%。该类别包括来自于不动产出租的个人收入，但不包含房地产商从房产中所获得的收入。它还包括居住自己非农房屋者的估算净租金收入。

很多因素会导致租金收入的变化。例如自然灾害对美国不动产的毁坏：1989 年的飓风“雨果”和旧金山地区的地震严重影响了下半年的租金收入。类似地，20 世纪 80 年代末美国许多地区房屋的大幅度贬值也降低了估算收入。1992 年第三季度的飓风“安德鲁”和“因尼克”所带来的未经保险的住宅和商业建筑损失使得住宅和商业建筑的租金总共下降了 90 亿美元。到第四季度，租金收入增长了 191 亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，追回了损失。在 2004 年，飓风“查理”、“弗朗西斯”、“伊万”和“珍妮”横扫佛罗里达和墨西哥湾沿岸各州，租金收入在那一季度下降了 188 亿美元，而在下一季度仅仅弥补了 75 亿美元。在飓风“卡特里娜”和“丽塔”袭击期间，2005 年第二和第三季度的租金收入骤减 775 亿美元。在进行本书的写作时，2005 年第四季度的租金收入能够恢复多少还有待观察。租金收入是个人和国民收入中的很小一部分，但很明显它会由于某些特殊因素引起总收入月度和季度数据的波动。

净利息收入 净利息收入占到国民收入的 6%左右。净利息收入等于企业支付的利息减去企业收到的利息，加上来自外国人的利息减去向外国人支付的利息。房屋抵押贷款和家装贷款的利息支付被算作企业支付的利息，因为在国民收入和生产账户中，房主被视为商业主体。这一类别还包含估算利息支付，作为国民收入和生产账户中产品方面估算费用的对应项。

净利息收入受利率影响很大。当利率水平很高或利率呈上升态势，净利息收入将快速增长；当利率下降，净利息收入的减少将非常显著。经济状况也会在一定程度上影响净利息收入，因为较之经济衰退期，经济扩张时期会有更多人购买房屋。在 20 世纪 90 年代以及 2000—2004 年间，净利息收入在国民收入中所占比重大幅度下降至 70 年代的水平。

公司利润 公司利润是国民收入的最后一个重要构成部分。公司利润有若干衡量指标，包括“公司利润和存货估价调整、资本损耗调整”、“税前利润”以及“税后利润”。利润指标可以简单概括为在国民收入和生产账户中被视为公司的所有组织获得的收入。资本损耗调整解决的是会计账户和税收账户中折旧额不同的问题。与之类似，存货估价调整（IVA）解决的是存货置换成本衡量方法不同的问题。因此，从第一个利润衡量指标中减去存货估价调整以及资本损耗调整，就得到第二个利润衡量指标，通常被称为“账面利润”。包含存货估价调整和资本损耗调整的利润被称为“营业利润”或“经济利润”。它们是来源于当前生产的利润。

利润对商业周期变化高度敏感。它们在经济扩张时增长，在经济衰退时大幅下跌。像其他的收入指标一样，利润通常用名义美元来分析，因此通货膨胀将使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润上升。但价格上升带来的利润上升不同于销量上升所带来的利润上升。在2001年衰退之年，利润所占国民收入的比重由1997年的高点11.9%下跌至8.5%，显示出利润对经济周期的敏感性。利润在衰退期之后逐步恢复，到2004年，其比重增长至11.4%。

当把收入数据转换为国民概念，即包括无论居住在何处的所有美国人的财产，公司利润数据就与美国人拥有索取权的生产相联系。而国内利润则应包含在美国境内的外国人的收入，但不包括在海外运营的美国公司的收入。

比较国民收入和生产账户利润和标准普尔500指数收益

国民收入和生产账户（NIPA）利润和标准普尔500指数（S&P 500）收益在目的、定义和计算方法方面存在若干不同。尽管二者存在如此大的差异，但令人惊奇的是至少在绝大部分时间，二者的变动方向都是相同的。

公司利润指的是公司从当前生产中获得的收入。国民收入被定义为美国居民的收入，它包含在国外的美国公司的收入，但不包括在美国经营的外国公司的收入。收入被定义为收益（不包括资本利得或股利）减去支出（不包括坏账、资产损耗和资本损失）。

对公司利润的估算有两套不同的会计准则：财务会计和税务会计。财务会计反映的是“一般公认会计原则”，是为股东和政府监管机构编制的。公司所得税纳税申报表则要遵循税务会计准则。两套会计准则之间的差别在于如何定义收益和支出，以及何时将其计入。

美国国税局发布税务会计数据，但仅每年发布，而且存在很长时间的滞后——这是计算NIPA账户利润的主要但非唯一数据来源。由于数据延迟，财务会计度量方法被用来计算公司利润的季度估计值。

但无论是运用税务会计还是财务会计度量，都与NIPA对利润的定义不完全相符，由此会带来估计上的问题。因此，美国经济分析局的肯尼思·A·皮特里克指出，对NIPA公司利润的估计过程“主要包括调整、补充以及对这两种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度量方法的整合”[5]。

对 NIPA 的调整主要涉及坏账费用以及资本利得和资本损失。资本利得和资本损失不包含在 NIPA 利润计量中的原因在于，它们不是当前生产的结果，它们反映的是销售和对当前资产的重新估价。坏账费用没有从 NIPA 中扣除是因为它们是“资产和负债的重新调整”，而非当前生产的成本。

S&P 500 指数收益反映的是 S&P 500 指数构成公司的税后总收入。它们是在财务会计基础上进行衡量的。营业收入指的是排除累计会计变更、已终止经营业务、非经常项目以及特殊项目的影响后的报告收入。

要注意的是，S&P 500 指数旨在对主导产业的主要公司的变化进行衡量。它并不广泛基于美国的全部公司样本。另外，S&P 500 指数的样本公司也经常变化，如果出现诸如兼并、收购、破产或重组等公司变动，原公司名字将被删除，新公司名字会被加入。所以 S&P 500 指数收益衡量的是市场上一篮子公司的变动。也正是由于这个原因，报告收益和经营收益在时间上是不连续的（与国民收入和生产账户的连续时间序列不同）。从这些时间序列得出的增长率估计值将同时反映出指数构成的变化以及实际收益的变化。

计算自 NIPA 和 S&P 500 指数的公司收益之间的区别可以总结为以下五方面：

- **涵盖范围**　国税局（IRS）的公司所得税数据包括全部行业所有公开上市或私人拥有的公司企业。S&P 500 指数则是对大型上市公司的汇编。小型和中型公司的利润变动并不一定与大型公司保持一致。NIPA 利润的季度和年度增长率很有可能与 S&P 500 指数收益的增长率不同。
- **比重变化**　S&P 500 指数的构成经常发生变动。因此，这些公司的收益占总收益的比重也会发生显著变化。S&P 500 指数衡量的是在美国最赚钱的公司的盈利情况，若使用它来衡量整个国家经济就可能会被误导。
- **行业代表性**　S&P 500 指数仅衡量上市公司，排除了在美国包含大量私人企业的行业，如建筑业、法律服务业和医疗服务业。此外，它可能偏重那些迅速增长的经济部门，如 20 世纪 90 年代的高科技行业。S&P 500 指数的行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构成与美国的行业构成并不一致。

- **会计原则** 对收入和支出的定义，以及何时对它们进行记录也受到会计原则的影响。S&P500 指数收益基于财务会计数据，而 NIPA 利润则来源于经过调整的税收会计数据。

- **季节性调整** NIPA 利润要进行季节性调整，S&P500 指数收益则不然。这会影响到季度利润估计值，但不会影响年度利润估计值。但是市场参与者往往更关注季度数据而非年度数据，因此这一点要格外注意。

NIPA 公司利润与 S&P 500 指数收益间可能存在显著差异，但相比于 NIPA 利润，S&P 500 利润数据的时间滞后往往较短，因此投资者会根据它们来进行决策。这两种利润指标的度量方法不同，因此无法说哪一个更好。它们是完全不同的。但 NIPA 利润更全面、更好地对一个国家的利润整体情况进行了度量。但有时 S&P 500 利润更有用，因为它们被更早地报告出来，至少能够提供一些利润变动的有用信息。不过必须要保持警惕，因为这两个利润指标的年度变化可能存在很大差别。[6]

在本章里，我们在对国民收入进行描述的时候仅提到了其主要构成部分。主要构成部分之间还有一些子类别，如表 2—7 所示，但这些经济指标没有必要了解。

你也许注意到了我们讨论国民收入和国内生产总值时存在的一个主要差别：前者总是用当期或名义美元来分析。一方面，国民收入数据的使用者并不对数据进行通货膨胀调整，即使他们确实关注“实际”可支配收入。另一方面，他们往往忽略用当期美元衡量的国内生产总值，总是讨论实际（经通货膨胀调整的）数据。

你或许会想，也许应该全部监控实际（经通货膨胀调整的）数据，或全部使用名义（当期美元）数据。但事实上，人们有些时候监控当期美元现金流，另一些时候则关注经通货膨胀调整的现金流。从根本上来说，“惯例”决定了金融市场上使用何种经济数据序列。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2—7 国民收入和公司利润（十亿，当期美元，季节性调整年化值）

	2002 年	2003 年	2004 年	2004 年第一季度	2004 年第二季度	2004 年第三季度	2004 年第四季度
国民收入	**9 225.4**	**9 679.6**	**10 320.6**	**10 128.1**	**10 262.0**	**10 294.7**	**10 597.6**
雇员报酬	6 069.5	6 289.0	6 632.0	6 489.4	6 578.5	6 687.4	6 772.5
工资和薪金	4 976.3	5 103.6	5 355.7	5 240.7	5 311.4	5 403.0	5 467.8
其他补助	1 093.2	1 185.5	1 276.3	1 248.8	1 267.2	1 284.4	1 304.7
独立业主收入和存货估价调整、资本损耗调整	769.6	834.1	902.8	872.1	901.4	902.9	934.9
个人租金收入和资本损耗调整	170.9	153.8	165.1	172.8	172.6	153.8	161.3
公司利润和存货估价调整、资本损耗调整	874.6	1 021.1	1 181.6	1 165.6	1 173.9	1 118.0	1 268.8
净利息收入和杂项支付	532.9	543.0	549.5	554.5	548.5	546.7	548.2
生产税和进口税减补贴	724.4	751.3	800.6	782.9	796.3	803.5	819.9
企业当前转移支付	80.9	77.7	82.1	82.7	83.5	76.0	86.3
政府企业当前盈余	2.8	9.5	6.9	8.1	7.4	6.5	5.7
公司利润和存货估价调整、资本损耗调整	**874.6**	**1 021.1**	**1 181.6**	**1 165.6**	**1 173.9**	**1 118.0**	**1 268.8**
减：公司所得税	183.8	234.9	269.2	256.5	271.2	253.3	295.7
公司税后利润和存货估价调整、资本损耗调整	690.7	786.2	912.4	909.1	902.7	864.7	973.0
公司股利净额	390.0	395.3	443.9	403.4	413.2	424.0	534.7
未分配公司利润和存货估价调整、资本损耗调整	300.7	390.9	468.5	505.7	489.5	440.7	438.3
公司净现金流和存货估价调整、资本损耗调整	**1 058.5**	**1 173.4**	**1 264.6**	**1 279.1**	**1 273.4**	**1 271.8**	**1 234.1**
未分配公司利润和存货估价调整、资本损耗调整	300.7	390.9	468.5	505.7	489.5	440.7	438.3
固定资本损耗	757.8	782.5	796.1	773.4	783.9	831.2	795.8
减：存货估价调整	−1.2	−14.1	−42.9	−37.0	−47.8	−37.8	−49.1
公司净现金流	**1 059.8**	**1 187.5**	**1 307.5**	**1 316.1**	**1 321.2**	**1 309.6**	**1 283.2**
附录							
公司税前利润	758.0	874.5	985.3	962.4	988.3	932.8	1 057.9
公司税后利润	574.2	639.6	716.2	705.9	717.1	679.5	762.1
公司存货估价调整	−1.2	−14.1	−42.9	−37.0	−47.8	−37.8	−49.1
公司资本损耗调整	117.8	160.8	239.1	240.2	233.3	223.0	260.0

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

市场反应

金融市场参与者一般不会对国民收入或其构成部分的数据做出明显反应，尽管他们或许会关注一下利润情况。而且国民收入账户衡量的利润的变动方向或大小并不一定总是与公司独立报告的收益保持一致。股票市场投资者关注公司利润（也包括由政府统计部门报告的数据），当市场上出现利好的经济消息时，股价会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升。外汇市场和固定收益市场参与者收集大量的GDP数据，但一般不会单独对利润指标的变化做出反应。

注意！

国民收入的增长与名义或当期美元国内生产总值的增长非常接近。如果国内生产总值中出现了任何异常数据，它们也会在国民收入的构成部分中显现出来。

固定资本消耗（不是国民收入的组成部分，是需要从国民生产总值中减去从而获得国民生产净值的因素）一般是GNP的12%左右。一个国家的固定资产折旧随时间推移相对稳定。但是自然灾害带来的住宅和非住宅建筑的破坏会在国民收入账户中表现出来。1992年8月飓风“安德鲁”毁坏了佛罗里达部分地区，1992年9月飓风“因尼克”毁坏了夏威夷部分地区，这导致1992年第三季度的资本消耗增长了11.2%（季度变化）。2004年，四大飓风（“查理”、“弗朗西斯”、“伊万”和“珍妮”）横扫了佛罗里达和墨西哥湾沿岸各州，直接导致那一年第三季度的资本消耗上涨8.9%。而飓风“卡特里娜”和“丽塔”则使2005年第三季度的资本消耗增加了11.1%。

为什么这些因素如此重要？因为我们首先需要知道这些特殊事件会在何种程度上对整个经济及基础设施产生危害，同时也会影响当季的公司利润。如果资本消耗蚕食了国民生产总值中的很大一部分，作为公司利润来源的国民生产净值和国民收入水平就会很低。

另外一个影响公司利润的因素是雇员报酬。当雇员报酬上升，利润下降；反之亦然。但雇员报酬和利润都具有周期性——在经济扩张期加速增长，在经济衰退期增速下降。与之相关的数据异常情况是，雇主支付的社会保险税包含在报酬总额里，而在过去的30年中，每年社会保险税的增加都集中在该年的第一季度。因此每当雇主支付的社会保险税增加，公司利润就会下降。

最后，经济学家和市场参与者通常会关注国民收入账户构成部分（GDP，个人消费支出和国民收入）的季度增长率；但与此同时他们使用公司利润的年度数据，因为利润的季度数据更容易剧烈波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章要点

- 国内生产总值（GDP）是对在美国国土上生产的产品和服务（无论生产要素的所有者是谁）的最全面的衡量指标。
- GDP是个人消费支出、投资、净出口和政府支出之和。
- 金融市场参与者一般对GDP先期报告估计值的反应更为明显，初步报告和最终报告可能被视为“旧”消息。
- 将GDP分解为最终销售额和存货变化可以分析未来几个季度经济活动的变化情况。
- 国民收入衡量的是美国国民（无论居住在美国或海外其他国家）拥有的生产要素所产生的收入。
- 国民收入包括雇员报酬、独立业主收入、租金收入、净利息收入和公司利润。
- 固定收益投资者不太关注国民收入和生产账户的收入方，而股票投资者则关注公司利润数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章

消费领域

消费支出占到了 GDP 的 70%。因此我们有理由期望政府和私人机构发布大量翔实地反映个人消费支出的经济指标。绝大多数的消费指标按月度发布，还有少量是季度指标。金融市场参与者偏好更为频繁发布的指标——即使它们不如月度数据准确——并需要更为详细的解释。交易者会基于经济学家的预测、市场传言或实际经济数据来改变他们对经济活动的预期，从而带来股票、固定收益证券和外汇价格的不断变化。因此，经济报告的间隔时间越短，金融市场越容易将新信息反映在它们的价格结构中。

这一章将介绍金融市场参与者、媒体和政府决策机构（如美联储）密切关注的消费行为指标。

周度指标

ICSC-UBS 连锁店销售指数

零售店铺周度销售额的发布有一个漫长而曲折的历史，只需要知道美国商务部不愿意承担这个任务就足够了。两家私营企业在每周二报告独立连锁商店的销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售额数据。国际购物中心协会（ICSC）和投行瑞银集团编制 ICSC-UBS 连锁店周度销售指数，该指数显示与上一周以及与一年前的同一周相比，连锁商店的销售额增加或减少了多少。ICSC-UBS 指数的计算使用主要零售商的周度销售数据样本，且以 ICSC 月度连锁商店指数为基准，该指数含 75～80 家连锁商店。该指数使用的是加权样本，因为与塔吉特相比，像沃尔玛这样更为大型的连锁店理应占有更大的权重。

国际购物中心协会的首席经济学家迈克尔·尼米拉从 20 世纪 90 年代初开始这一创始性的数据编制工作。他指出，ICSC 数据序列是具有“可比性”的商店销售数据，应被视为具有时效性的行业表现的“运行画面”。[1]它试图代表 ICSC 月度连锁商店指数，而非大约有两周报告时滞的商务部零售销售额数据（也将在这一章进行讨论）。在 2000—2004 年，百货店销售额占到了社会商品零售总额的约 12%～13%。尼米拉建议 ICSC 指数应与商务部 GAFO 销售额进行比较。GAFO 指的是那些销售专门在百货店里出售的商品（如日用百货、服装、家具和电子产品、体育用品，以及办公用品和文具）的商店。他认为二者的区别在于，ICSC 指数仅仅包括“可比商店”，而商务部数据则涵盖所有商店，包括那些开业时间不足一年的商店。

纽约联邦储备银行的经济学家伊桑·S·哈里斯和克拉拉·维加对连锁商店周销售额能否作为消费支出的预测指标进行了评估。他们发现其用处并不大，而原因是多样的，其中之一就是周度数据的波动性。基于多年来对零售额的预测经验，我发现在绝大多数时间里，ICSC 连锁商店指数与非汽车零售额同向变动，但变化幅度不同。

你知道吗?

商务部从 1962 年开始发布零售销售额的周度数据，但在 1978 年停止，原因是数据报告负担过重，以及用户抱怨数据的修订太过频繁。

红皮书

在每周二上午 ICSC-UBS 数据发布后约一小时，红皮书将报告周度销售数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

红皮书的报告方法与 ICSC 数据略有不同。红皮书涵盖了商务部发布销售额数据的百货店中的约 80%（百货店销售额仅占社会消费品零售总额的 10%）。这些商店并不每周报告美元销售额，而是报告同一商店的年增长率，即商店在那一周和上年同一周销售额的百分比差异（该商店在两个时期都有营业）。基于这个信息，红皮书将计算出加权平均数及月度变化。对于用户来讲，该数据的关键点在于，“将销售额增长率应用于经过季节性调整的销售额，来计算美元销售额估计值，并据以计算出月度变化。”[2] 对于红皮书有两个问题要注意：第一，大多数零售样本公司在周六结束其零售周，但有些则在周五或周三，因此“最近一周”的说法并不明确。第二，零售月为 28 天或 35 天（四周或五周），所以它们**大致**与月历相一致。

红皮书报告当前月相对于上一个月的变化，而非每周的变化。例如在 9 月的第一周，红皮书将会报告相对于 8 月的变化。当 9 月份有两周的数据可用时，红皮书会报告这两周相对于 8 月份的变动百分比。因此，红皮书报告的是连锁商店销售额相对于上一个月的累计变化。

市场反应

债券交易委员会对 ICSC 连锁店销售指数和红皮书数据做出一定程度的反应，所以这两个数据序列值得关注。如果零售商销售额提高，代表着经济的稳步增长或改善，债券价格下跌，收益率上升；而销售疲软的经济报告预示着经济的低迷，利率将会下降。零售业股票将会更多地受到这些指标的影响。指标的上升会使零售业股票价格上涨，指标的下降将导致零售业股票价格的下跌。但与其他的经济数据相比，市场对这两个指标的反应很小。反应的大小在很大程度上取决于市场因素，例如市场上整体的心理状况，或者当天市场上可获得的其他重要数据。总而言之，这两个指标专注于零售行业，所以对这一市场领域的投资者具有更为重要的意义。

注意！

即便经过了季节性调整，周度数据的波动也要比月度数据或季度数据更为剧烈。因此，在运用这些数据时要非常小心。尽管它们与商务部的零售额报告相关，但二者都无法完美地预测月度零售销售额，但是 ICSC-UBS 连锁店指数要优于红皮书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月度指标

汽车销售

直到 20 世纪 90 年代中期，汽车制造商都还每十天报告一次轿车和卡车的销售（最初是为了满足 40 年代美国战争控制委员会的要求）。但尽管计算机技术的发展带来了更为简单的报告机制，现在的汽车制造商却只是每月进行一次报告。国内外的轿车和轻型卡车制造商在每月第一个（或第二个）营业日报告上一个月的数据。

轿车和卡车制造商报告他们的原始销售数据，商务部经济分析局随后运用他们计算出的季节性调整因子对这些数据进行季节性调整。每年 7 月，当经济分析局修订国民收入和生产账户时，他们会为随后的 12 个月重新计算季节性调整因子。通常情况下，原始数据被除以季节性调整因子然后乘以 12，以获得年化数据。季节性调整年化值——或称 SAAR——使月度销售额之间的比较更为方便。汽车和卡车的销售额是实际数据，而非估计值或来源于样本调查，未经调整的数据永远不会被修订。

到了 20 世纪 90 年代，小型货车和运动型多用途车的出现使轻型卡车的月度销售数据变得和轿车销售数据一样重要。在进行历史数据比较时你会发现，与 20 世纪 60 和 70 年代相比，90 年代的轿车销售额大幅下降。但包含小型货车、90 年代的客货两用车以及新千年轿车的汽车销售总量则呈现出不同态势。在 2000 年，轻型卡车的销售超越了轿车，随后持续攀升。图 3—1 显示了从 20 世纪 80 年代早期到 21 世纪初轿车和轻型卡车相对份额的变化。

20 世纪 90 年代和 80 年代相比，另一个重要不同还表现在国内和国外汽车销售的关系变得模糊不清。在 80 年代，强势美元促进了日本车的销售，损害了美国三大汽车制造商的利益，但到了 90 年代和 21 世纪初，国外生产的轿车只占到了汽车总销售很小的一部分。难道是因为美国人不再喜欢外国车了？答案是否定的。其原因是本田、丰田、尼桑和其他外国汽车制造商开始在美国生产轿车，因此很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

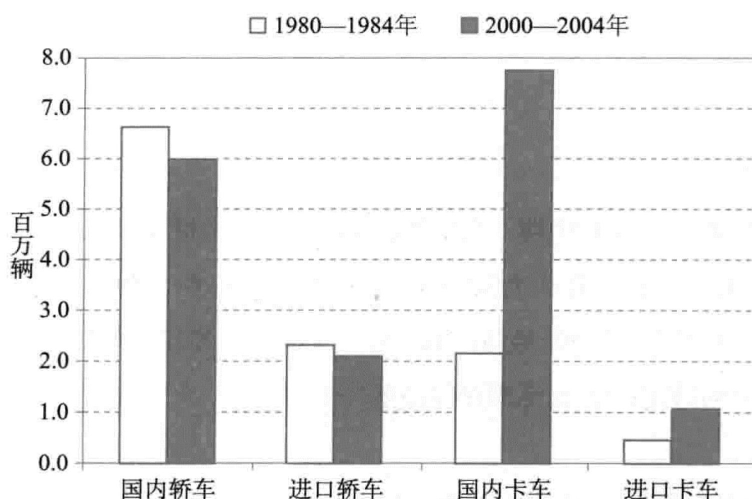


图 3—1 汽车销售

说明：国内汽车和卡车生产商所占市场份额在 1980—1984 年和 2000—2004 年迅速增长，主要是因为许多国外汽车制造商现在在美国生产各种轿车和卡车。从图中还可以看出轻型卡车销售份额的增加，其原因是 SUV 轿车的流行。

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

多型号的产品现在被视为国内制造。

市场反应

固定收益或债券市场参与者永远在寻找债券价格上升、利率下降的信号，他们希望看到汽车销售不振预示经济的疲软。强劲的汽车销售会导致债券市场参与者推高利率，从而引起债券价格的下降。

股票市场和外汇市场参与者则希望看到汽车销售额上升。以股票市场为例，一般而言，强劲的汽车销售预示着稳健的经济以及轿车、卡车以及相关行业的良好盈利。外汇市场偏好强劲的汽车销售的原因则是利率的上升将会增加对美元的需求。

注意！

轿车和卡车属于大件商品，对利率高度敏感。利率的下降会促进汽车销售。当汽车制造商看到存货积压，他们一般会向消费者提供低息购车贷款。在 20 世纪 80 年代中期，低息贷款初次被引入，对销售额产生了显著影响。到了 90 年代，消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费者对这种折扣已经习以为常了（尽管其仍然对销售产生了预期影响）。在 2001 年，无息贷款出现了。每当销售额激增，都可以见到折扣计划或低息贷款的身影。来源于此种激励的高销售额并没有什么不好。但如果消费者需要此种激励才购买汽车，那么也意味着潜在的需求处于较低的水平。这可能表明未来轿车和卡车将会减配。

另一个影响汽车销售时机的主要因素是天气。异常天气将阻止购买者进入展厅。1996 年 1 月，严重的暴风雪袭击了东海岸，最终阻碍了汽车销售。2003 年总统日周末的暴风雪产生了类似的影响。据《华盛顿邮报》报道，“地区汽车经销商花了一天中的大部分时间来刮去存货上的积雪和铲雪。”《波士顿环球报》则指出，“暴风雪使得本应是新英格兰汽车交易商一年中最重要的周末提前结束了。”[3]

在 20 世纪 90 年代，汽车租赁在个人消费者和企业中变得普遍。租赁物也计入新的汽车销售。当租期结束，通常是三年以后，车辆成为二手车市场的一部分。由于使用三年的车辆往往状况良好，因此有时会蚕食新车市场的销售。

连锁商店销售额

主要百货店在每个月的第一周发布最近四周或五周的销售情况。例如，5 月份的销售情况会在 6 月初发布。要注意，发布的是“最近四周或五周”而非日历月的销售情况。连锁店报告对应上年的销售水平。作为向投资者推荐零售商店股票的零售业股票分析师来说，年度比较是非常有用的。但如果你要通过连锁店销售数据了解当前的消费支出行为，与去年同期的比较并不总是有帮助，有时甚至会产生误导。另外，当你在等待连锁商店发布其销售额数据时，不要期望能够获得汇总数据。每个连锁商店会在早上发布它们自己公司的数据。你需要自己对总销售水平进行加总。

因为一些特殊因素很容易影响到月销售额，所以对年度比较的解释存在困难。例如，主要大都市地区的自然灾害会抑制销售。在 2005 年 8 月末，飓风“卡特里娜”摧毁了新奥尔良和一些沿海城市。最有可能发生的情况是，消费者在 9 月还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来得及重新购买物品并刺激零售销售额上涨。2005 年 9 月的销售额会比以往要低。当 2006 年 9 月来临，销售处于正常状态，那么较去年同期的销售增长将非常可观。除了零售行业股票分析师，金融市场参与者仅仅将零售商店销售额作为一周或两周后由商务部发布的社会商品零售总额报告的一个前瞻。百货店销售额占社会商品零售总额的 10%左右。使用连锁商店销售额来预测商品零售总额似乎并不准确。这种方法的主要问题在于很难将商店销售额的原始数据转换为经季节性调整的数据。实际上，它们并不逐月匹配。但如果你仅将连锁商店销售额数据作为一个参考，它们还是非常有用的。例如，连锁商店销售额异常强劲的上升表明当月消费者疯狂购物，它可能表明所有零售类别都处于强劲的上升态势。类似地，连锁商店销售的低迷则可能表明一般消费者消费态度淡漠。因为连锁商店销售额是由商店发布的原始数据，它们不会被修订。

你知道吗?

连锁商店和百货店的区别在于，连锁商店是指拥有相同所有权，销售相同商品的百货店群体，如塔吉特和沃尔玛。百货店可能是只在某一城镇或城市存在的单一地点商店。连锁商店是百货店的一个子集。

市场反应

市场对连锁商店销售额的反应与对其他消费指标的反应相类似：销售强劲预示着经济稳健和利率上升，而销售的低迷则预示经济疲软和利率下降。而对连锁商店销售额的市场反应强度则取决于市场情绪和其他经济指标的可获得性。如果在当天有更多可靠的经济指标被发布出来，那么市场对连锁商店销售额的反应将被减弱。相比于外汇市场交易员，固定收益市场和股票市场的参与者对连锁商店销售额更为关注。

注意!

像一个密切关注连锁商店销售额变动的交易员一样，当你基于这些数据进行交易时要非常小心谨慎，因为这些数据可能具有误导性。在对与去年同期的比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行解释时，你必须要知道一年前到底发生了什么。如果与上一年相比，商店数量有所增加或减少，零售商通常会发布基于“可比商店”的年度增长数据。但是，这些数据的界定是不明确的。当所有商店都同向变动且变动幅度相似时，连锁商店销售额数据会更为有用。

另外一个问题是，对于相同的报告数据，经济学家和零售分析师可能会给出不同的分析。零售商总是对他们的销售数据不甚满意——如果百货店销售额比上年同期上升5%，零售商更希望增长率能达到10%；如果销售额上升10%，零售商则更希望能上升15%。连锁商店销售数据仅在你想购买一只或几只零售业股票时才有用处。否则，该数据只是一个次要指标。

零售及餐饮服务

美国商务部人口普查局在每个月的第九个至第十一个营业日期间公布隶属于零售贸易和餐饮服务行业的机构上一个月的月度销售额数据。由于销售数据来源于样本，而且不是所有企业都会按时发布其销售额数据，因此在初次报告后的几个月中，这些数据要经过大幅修订。另外，每年春天都会对前五年的数据进行年度修订。大约每五年会重新选取样本。在2005年3月31日，人口普查局发布了修订的零售销售额估计值，估计值是基于2003年度零售业调查和2002年零售普查的初步结果。先期报告（对于任何给定月份的首份报告）基于约5 000家零售和餐饮服务企业的子样本。这些销售额经过加权和调整，用来代表超过300万家零售和餐饮服务机构的全貌。

销售额以当期或名义美元发布；也就是说，它们不进行通货膨胀调整。汽车经销商的销售额是商品零售额中的最大组成部分，占到总数的近25%。汽车的月度销售额不稳定，大幅度的波动使得销售额变动的趋势并不明显。轿车和卡车销售的美元价值反映出销售数量以及汽车价格。昂贵和便宜车型构成的变化也从中得以体现，这一因素非常重要，因为销售的美元价值等于价格乘以数量。即便汽车销售数量增加，但如果消费者更多购买便宜而非昂贵的轿车和卡车，价格就会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保持在较低的水平。价格乘以数量等于一个较低的美元价值，这将阻碍零售汽车销售额的增长。相反地，也许汽车销售数量不多，但如果消费者购买的都是高端车型，这将有可能促使销售额的美元价值上升。单位轿车和卡车销售额的月度变化往往并不与总销售额美元价值的月度变化完全一致。

这就是为什么经济学家和金融市场参与者关注**扣除汽车销售部分的零售额**。通过将数据序列中最不稳定的部分去除，我们可以据此分析相关消费者的消费支出行为。零售销售额中的汽车销售部分也包括卡车销售。在 20 世纪 70 年代，这部分销售并不是一个重要的考虑因素，但是 80 年代和 90 年代小型货车的出现和普及导致这部分销售额大幅提高，而非数据的异常变动。因此，“扣除汽车销售部分的零售额”实际上是指减去汽车**和卡车**销售的零售额，因为它所指向的是“汽车经销商”这一类别。顺便看一下，轻型卡车的销售额在 2004 年占到机动车销售额（包括国内和进口）的 55%，而 1994 年的数据是 40.2%，在 1984 年仅有 26.8%。(2000 年 9 月，轻型卡车销售在战后首次超过了轿车销售，并从 2001 年开始一直保持这种趋势。) 这一现象很重要，因为轻型卡车一般比轿车要昂贵，这会影响到价格乘以数量的值。

销售额按照商店类型而非商品类型来分类。例如，在百货店购买 DVD 播放机和服装都被划分为百货店销售额，尽管一个是耐用消费品，而另一个是非耐用消费品。因此当把零售销售额转化为个人消费支出（按照耐用品、非耐用品和服务进行分类）时就会出现一些问题。显然，整个百货类不能被归为非耐用品，因为百货店可能出售大型家电、工具，或卫生纸。主要零售类别包括：

家具和家居店；

电子和电器商店；

建筑材料、园艺设备和耗材经销商；

食品和饮料店；

健康和个人护理店；

加油站；

服装和服装配饰商店；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体育用品店；

个人爱好、图书和音乐商店；

日用品商店（百货店属于这一类别）；

零售杂货店（包括宠物和宠物用品商店以及花店）；

无店面零售商（包括电视直销广告、产品目录销售以及入户示范）；

餐饮服务场所。

表 3—1 列出了以上类别及其相对份额。

表 3—1　　不同类型企业的零售销售额（百万美元，季节性调整年化值）

	相对重要性	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
零售与餐饮服务总额	100.0	332 280	332 392	336 583
不含汽车及零部件经销商	77.4	257 274	258 316	259 384
GAFO*	25.9	85 445	85 324	85 498
社会消费品零售总额(除餐饮服务业)	90.2	299 882	300 005	303 731
不含汽车及零部件经销商	67.6	224 876	225 929	226 532
汽车和零部件经销商	22.6	75 006	74 076	77 199
汽车经销商	20.9	69 315	68 345	71 259
汽车零部件、配件和轮胎店	1.7	5 691	5 731	5 940
家具/家居和电子/电器商店	5.1	16 672	16 712	16 724
家具和家居商店	2.7	8 743	8 703	8 788
电子和电器商店	2.4	7 929	8 009	7 936
电器、电视和照相机店	1.9	6 377	6 430	6 405
计算机和软件商店	0.5	1 552	1 579	1 531
建筑材料、园艺设备和耗材经销商	7.8	25 617	25 783	26 301
建筑材料和耗材经销商	6.9	22 525	22 661	23 136
食品和饮料店	12.8	42 034	42 255	42 324
杂货店	11.5	37 770	37 981	38 096
啤酒、葡萄酒和酒类专卖店	0.8	2 701	2 677	2 645
健康和个人护理店	5.3	17 310	17 392	17 352
药店和（兼售化妆品等的）药房	4.5	14 795	14 849	14 676
加油站	8.2	28 502	28 805	28 400
服装和服装配饰商店	4.9	16 180	16 030	16 012
服装店	3.5	11 682	11 630	11 561
男装店	0.2	801	818	819
女装店	0.9	3 032	2 984	2 959
鞋店	0.6	2 030	1 968	2 007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	相对重要性	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
体育用品、个人爱好、图书和音乐商店	2.1	6 664	6 626	6 591
日用品商店	12.9	42 688	42 735	43 023
不含出租部门的百货店	5.5	18 067	18 083	18 137
其他日用品商店	7.4	24 621	24 652	24 886
仓储会员店和超级商店	6.3	21 311	21 314	21 518
所有其他日用品商店	1.0	3 310	3 338	3 368
零售杂货店	2.8	9 101	9 263	9 167
无店面零售商	6.0	20 108	20 328	20 638
电子购物和邮购公司	3.8	12 579	12 700	12 868
餐饮服务场所	9.8	32 398	32 387	32 852

* GAFO 是指销售一般由百货店所出售的商品的商店。它包括以下类别：日用品商店，服装和服装配饰商店，家具和家居商店，电子和电器商店，体育用品、个人爱好、图书和音乐商店以及办公用品、文具和礼品店。

资料来源：人口普查局和哈弗分析。

因为零售额用名义或当期美元发布，异常的价格上升或下降会影响零售销售的月度变化。例如，当汽油价格暴涨或暴跌，零售总额也会相应变化。比如在 2001 年 7 月，在加油站销售额下降 4.4%的刺激下，零售额下降 0.4%。事实证明，汽油价格（在 CPI 中衡量的）在当月暴跌了 11.1%。扣除了汽车和加油站销售额的 7 月零售额则温和稳健地上涨了 0.5%。类似地，食品价格的剧烈变化会导致食品店销售额的大幅上升或下降，但实际（经通货膨胀调整的）变动则较小。实际（经通货膨胀调整的）零售额数据的获得要滞后一个月。尽管可以获得实际销售额数据，但它们却不是正式的报告。经济分析局，而非人口普查局，计算以 2000 年链式加权美元为单位的实际零售额。

市场反应

固定收益市场交易者希望看到零售额下降，或者至少数据疲弱，因为那将预示着经济的疲软，利率将下降并带来债券价格的上升。如果零售额大幅上升，债券市场参与者会推高利率水平，并使债券价格下降。

股票市场专业人士更愿意看到零售额上升。强劲的消费支出数据预示着稳健的经济，以及公司利润的上升。股票价格，尤其是那些与零售行业相关的股票价格将会因此上升。如果零售额下降，或者增长不明显，股票价格可能会下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外汇市场参与者也希望看到零售额的稳健高速增长，因为这表明美国经济强劲，预示着利率的上升。如果美国的利率相对于世界其他国家上升，美元需求会上升。但如果零售额下降，利率可能会下降，减少的美元需求会导致美元贬值。此外，高零售额也可能反映了进口商品的高销售额。对进口商品需求的增加预示着对外汇需求的增加，从而导致美元贬值。

你知道吗?

在节日时购买代金卡而不是礼品的趋势有可能会降低测算出的零售额。国际购物中心协会的首席经济学家迈克尔·尼米拉注意到："万事达卡和维萨卡数据通常比店内销售额要高，因为它们包含代金卡购买和网上购物。"美国会计法要求零售商在代金卡内金额被实际使用时而不是购卡时将其计入零售额。[4]

注意!

详细阅读零售销售报告，查看是否有某一类别是商品零售总额上升或下降的主因。扣除汽车销售部分的零售额去掉了高波动构成部分，提供了一个初步近似值。零售额的全面上涨和下降是消费强劲或疲软的良好指标。但要注意一点，如果全面上涨是紧随上一个月的全面下跌，其主要原因就有可能是季节性调整因子出现了问题。在这种情况下，计算两个月的平均数来衡量消费支出。检查至少三个月的趋势是明智的做法。切勿只相信某个月报告中的表面价值。在考虑了所有的数据修订后，关注当前三个月和六个月的变化趋势。关注零售额在近三个月和六个月的趋势非常有用，因为即使扣除了报告中的汽车销售部分，你会发现数据仍然存在波动。也请务必关注加油站、食品店、建材店和家具店销售额的波动情况。

新趋势的出现会使季节性调整因子出现问题。进入 21 世纪，因为有如此众多的购物者购买代金卡而非毛衣、领带和玩具，圣诞季将部分反映在 1 月的销售额中。这意味着旧的季节性调整因子将会减少 12 月的销售额，并高估 1 月的销售额。这种季节性调整问题不会一直存在，但当新趋势被包含在季节性调整过程中时，这一问题就会产生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

季节性调整

季节性调整过程相对复杂，因为它使用复杂的统计方法。虽然实际的计算方法没必要掌握，但了解季节性调整的理论概念很有必要并且十分重要。

一个明显的例子是，在 11 月和 12 月，当消费者购买圣诞礼物时，零售额激增。而即使考虑了圣诞节后的折扣销售，零售额在 1 月和 2 月都出现大幅下挫。未经调整的数据报告显示 12 月的零售额上升了 2%，但这一报告并不能很好地反映消费者支出，因为你无法准确获知这一增长中的多大部分是源于正常的季节性影响。

如果你了解零售额在每年的 12 月上升，在下一年的 1 月份下降，那么你将会扣除 12 月的销售额，并将其加入 1 月。数据的月度波动将减缓，你也能够了解圣诞销售是强于还是弱于正常情况。

“正常”这一术语与复杂的数学公式相联系，它实质上考虑了最近五年的数据，并对这五年内的不同年份赋予合适的权重。这一过程是持续的，季节性因子每年都会调整以反映新的信息。

频繁发布的数据，如周度数据的季节性调整因子最难以确定。这些周度数据包括货币总量和新申请失业救济的人数。

经济的结构性调整又会对季节性调整产生何种影响？它们也会对季节性调整因子产生毁灭性影响。例如，战后的“婴儿潮”导致了随后的生育低谷世代。人口结构的变化引起了就业统计数据的上下波动。在 20 世纪 60—70 年代，很多青少年在 5 月和 6 月学校放假时进入劳动力市场，而在 8 月或 9 月学校重新开学时退出劳动力大军重返学校。多年来同样的变化模式使得季节性调整因子应预期到 5 月和 6 月劳动力的大幅上涨以及 8 月和 9 月同样大幅的下降并对此过程做出调整。

到了 80 年代早期，“婴儿潮”一代已经全部进入了劳动力市场。在这一时点，生育低谷世代，一个相对更小的群体，开始逐步进入劳动力市场。因此可以预期在每年的 5 月和 6 月，会有较少人进入劳动力市场，在这些月份，经季节性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调整的劳动力数量将会下降。劳动力数量的下降通常意味着失业率的相应下降。数据的反转将出现在 8 月和 9 月。经季节性调整的劳动力数量将再次上升，而这也会导致失业率的上升。

周期性变化也会影响季节性调整因子。假设经济自下半年开始衰退，并一直持续到下一年年底。对于零售额而言，消费支出会在临近圣诞节时上升。但由于经济处于衰退阶段，零售销售已持续两年在下半年保持疲软。因为季节性调整过程使用五年的数据来计算季节性调整因子，这两年经济衰退期零售额的疲软将会降低针对下半年的季节性调整因子。因此，在未来并无经济衰退的几年，季节性调整因子将会较低，从而增加经季节性调整的销售额水平。

反常的现象也会给各类数据带来问题。一个温暖的 1 月可能会带来房地产市场的繁荣，而一个多雨的 7 月则可能导致房地产市场的低迷。毫无疑问的是，全球变暖有可能会改变全美国经济气候的长期趋势，因为它会对商业活动产生潜在影响。

个人消费支出

商务部经济分析局在每个月结束后的四到五周发布个人消费支出数据（也就是说，1 月的数据大约在 2 月的第四周发布）。经济分析局同时报告消费支出的当期（名义）和实际（经通胀调整的）美元价值。这些数据经过季节性调整和年化，从而产生 SAAR 这个名称，我们在本章中已进行过介绍。

个人消费支出数据部分来自于人口普查局的零售销售额报告，但也来自于大量其他来源。这些数据随后被直接计入 GDP，换言之，它们是 $C+I+G+X-M$ 公式中的 C 部分。和季度指标一样，个人消费支出包含耐用品、非耐用品以及服务。未公布的经济分析局报告会显示更多细节，也会引起有趣的闲谈。出于显而易见的原因，汽车、家具和家电是耐用消费品。同样，游船、私人飞机、首饰、手表、图书和地图也是耐用消费品。但奇怪的是，“耐用的”玩具也包含在此类中。表 3—2 列出了个人消费支出的主要类别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3—2 个人消费支出

	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
当期美元，十亿，SAAR			
个人消费支出	8 375.3	8 409.9	8 484.6
耐用品	1 004.4	1 001.4	1 045.1
非耐用品	2 442.4	2 451.8	2 454.8
服务	4 928.5	4 956.6	4 984.7
2000 年链式加权美元，十亿，SAAR			
个人消费支出	7 712.7	7 728.0	7 800.3
耐用品	1 114.9	1 111.5	1 160.5
非耐用品	2 237.3	2 243.7	2 255.1
服务	4 375.1	4 386.4	4 406.0
物价平减指数（链式指数 2000 年＝100）			
个人消费支出	108.596	108.827	108.777
耐用品	90.049	90.050	90.018
非耐用品	109.176	109.281	108.862
服务	112.652	113.004	113.139

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

第 2 章曾提及食品、服装、鞋帽、汽油和油料、燃油以及煤炭都属于非耐用品的构成部分。另外，烟草制品、清洁用品、药品、“非耐用品”玩具及运动用品也包含在此类里。这个列表并不详尽，但它能够反映出非耐用品的一些细节特点。

因为服务占到了消费支出的一半以上，它的次级分类的数量等于耐用品和非耐用品种类之和就不让人觉得惊讶了。在住房大类下，除了房租你还会发现酒店和大学宿舍支出。家庭经营大类包括电、燃气、电话、家政服务、个人财产保险和邮费等等。交通运输类包括道路和桥梁通行、汽车维修、汽车保险、铁路、公交车和航空公司航班。医疗大类相对不言自明，包含医生、牙医、医院和养老院的服务。另外，健康保险也包含在此类别中。个人护理服务包括对服装的清洁、储存和修补，以及理发店、美容店和健身俱乐部。个人业务服务包括经纪费用和投资咨询、银行服务、处理人寿保险的支出、法律服务，以及葬礼和安葬。工会会费和就业代理费也属于个人业务服务类别。

经济学家希望看到个人消费支出数据是因为这些数字可以直接计入 GDP（但绝大多数的经济学家并不对其大量细节进行分析）。因为消费支出占 GDP 的 70%，经济学家们就有了 GDP 预测值中的 70%。金融市场参与者更关注零售额而非个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费支出，因为前者每月的发布时间更早，但后者会提供并不包含在零售额中的额外细节。服务支出的波动性要比耐用品或非耐用品支出的波动性小。你可以将服务看作是处理日常业务：你将衣服送到干洗店；你定期去剪发；你支付每年的保险费；你每天乘地铁去上班。你不太可能偏离这些日常任务和习惯。因此，对服务的消费支出比非耐用品或耐用品支出具有更高的稳定性和一贯性：人们并不每天购买服装和汽车。但对其月度数据的稳定性还有一个更具实践意义的解释。负责编制数据的经济分析局并不拥有很多类别的实际数据，因此必须要按照一个判断趋势来对其进行估计。在服务支出的估计值中引入数据波动是无意义且没有必要的。

因为经济分析局能够及时从各种来源收集数据，服务大类下一些组成部分的数据每月都会发生变动。电费和经纪佣金支出就是如此。电费支出与天气相关。如果夏天的天气非常炎热，人们会更频繁地使用空调，从而增加用电量；如果冬天非常寒冷，人们则会消耗更多燃气来取暖。经纪佣金则取决于股票市场。例如，表现为强劲的牛市或熊市的不寻常的股市变动，如 1987 年的股市暴跌和 1997 年的股市“辉煌”，会导致交易量的大增。在 2000 年前后市场处于泡沫状态及随后泡沫破灭的阶段，我们也见证了很高的股票交易量。

服务消费支出的其他构成部分并没有反映出实际的月度购买情况，而只是经济分析局对住房成本、交通运输成本、医疗成本及其他成本的估计值。因此，在此类别下月度支出数据的变化更为平稳。作为总消费支出的重要构成部分（超过一半），服务消费支出使得以名义（当期）美元计价的总消费支出每月呈增长态势。

市场反应

总的来说，由于个人消费支出对市场的预测性较弱，金融市场参与者（无论是在固定收益市场、股票市场还是外汇市场）对个人消费支出的反应并不如对零售额的反应强烈。但如果消费支出强（弱）于预期，债券收益率将上升（下降），股票价格将上涨（下跌）。

注意！

报告中最值得关注的部分应是汽车销售、电力使用以及股票交易量。作为耐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用品的一部分，汽车的销售额与单位产品销售额数据而非商品零售额的变化一致。这一因素导致了月度零售额和个人消费支出间的差别。如果你将个人消费支出中的耐用品和非耐用品部分进行加和，并将之与零售额进行比较，那么二者的月度变化并不一定一致。将汽车从两个序列中扣除将改善这一关系。

当电力的使用超乎预期地有异于正常的季节性行为，对服务的支出将会出现波动。股票交易量在牛市和熊市的时候将出现波动。这些数据在经济分析局发布消费支出数据之前就会被知晓，并且经常被经济学家用来进行预测。当个人消费支出的变化和预期不同时，注意检查这几个构成部分是否存在偏差。

个人收入

经济分析局在每个月结束后的四到五周，在发布个人消费支出的同时发布个人收入数据。个人收入数据要进行季节性调整和年化，并以名义美元计算——尽管以实际（经通胀调整的）美元计算的个人可支配收入数据也可以获得。

个人收入包含以下几个组成部分：工资和薪金（最大组成部分）、除工资和薪金外的其他收入（由雇主支付的社会保险和职工养老保险）、独立业主收入（农业和非农业）、租金收入、股利收入、个人利息收入，以及转移支付。社会保险的支付要从工资和薪金中扣除。表 3—3 说明了各类别的相对重要性。

表 3—3 个人收入及构成 单位：美元

	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
个人收入	9 803.4	9 844.4	10 213.5
雇员报酬所得	6 752.0	6 766.1	6 799.5
工资和薪金所得	5 454.7	5 461.7	5 487.1
私营行业	4 523.1	4 528.2	4 552.3
商品生产业	1 066.5	1 067.8	1 073.8
制造业	700.2	700.1	703.5
服务业	3 456.6	3 460.4	3 478.5
贸易、交通运输和公用事业	905.2	905.9	909.6
其他服务业	2 551.4	2 554.5	2 568.9
政府	931.6	933.5	934.7
除工资和薪金外其他收入	1 297.3	1 304.3	1 312.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
雇主支付的员工退休金和保险	891.3	897.9	904.5
雇主支付的政府社会保险	406.0	406.4	408.0
独立业主收入和存货估价调整、资本损耗调整	921.2	933.8	949.8
农业	18.6	22.8	25.7
非农业	902.5	911.0	924.0
个人租金收入和资本损耗调整	163.2	160.8	159.9
来自于资产的个人收入	1 382.4	1 392.5	1 700.8
个人利息收入	953.9	960.5	967.2
个人股利收入	428.5	431.9	733.6
个人经常性转移收入	1 418.7	1 426.3	1 441.7
针对个人的政府社会福利	1 389.5	1 397.1	1 412.5
老年人/幸存者/残疾人/健康保险福利	791.2	795.6	807.5
政府失业保险福利	31.3	31.0	31.0
其他针对个人的政府社会福利	567.0	570.5	574.0
其他经常性转移收入，来自企业［净值］	29.2	29.2	29.2
减：对政府社会保险的供款	834.1	835.0	838.2
减：当期个人所得税	1 064.9	1 068.5	1 075.3
等于：个人可支配收入	8 738.5	8 775.9	9 138.2
减：个人支出	8 687.7	8 725.9	8 804.2
个人消费支出	8 375.3	8 409.9	8 484.6
个人利息支付	196.5	199.5	202.5
个人经常性转移支付	115.9	116.5	117.1
对政府	72.9	73.5	74.1
对世界其他国家［净值］	43.0	43.0	43.0
等于：个人储蓄	50.8	50.0	334.1
个人储蓄率（%）	0.6	0.6	3.7

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

转移支付和政府部门工资和薪金是会导致个人收入偶尔出现波动的两个类别。转移支付包括对退休人员的社会保障金支付。每年 1 月，社会保障金领取人会收到生活成本调整补助，该调整与上年 10 月为止的雇佣劳动者的消费价格指数的年度变化相联系。政府员工也在 1 月收到生活成本调整补助，这部分将被记入工资和薪金总额。

历史数据显示，租金收入一直是个人收入中相对稳定的组成部分，除非国内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些地区遭受了重大自然灾害。2004 年夏天，飓风“查理”、“弗朗西斯”、“伊万”和“珍妮”所带来的破坏使得 2004 年租金收入大幅下降。1989 年和 1992 年的飓风袭击也是如此。在所有的情况下，租金收入会在灾害发生后的几个月反弹。

尽管个人收入可以使市场参与者了解消费者有多少钱可以用于购买生活必需品和奢侈品，但**个人可支配收入**是一个更好的指标。可支配收入等于个人收入减个人所得税。

个人收入是经济运行的同步指标，因为收入增长在经济扩张时加速，在经济衰退时减速。个人收入数据以名义（当期）美元发布，但对可支配收入的监测通常使用实际（经通胀调整的）美元。可支配收入也是经济运行的同步指标。实际可支配收入通常在经济扩张时上升，在经济紧缩时下降。当实际可支配收入在经济衰退期**下降，消费者支出**理应也在那个时期下降，但实际情况并不总是如此。当收入增长低于平均水平，消费者通常会减少储蓄。

市场反应

金融市场参与者对个人收入数据的反应较为温和。个人收入的增长通常意味着消费支出的增加和经济活动总利润的增长。这预示着固定收益市场表现不佳，因为债券交易者会害怕与经济扩张相伴的通货膨胀。因此，债券价格将会下降，收益率上升。个人收入增长减速或下降预示着消费支出的疲软，对债券交易者来讲是利好消息，因为这表明经济衰退以及通胀压力降低，或者美联储有可能实行宽松政策。这将导致债券价格上升，收益率下降。

股票市场参与者将个人收入和个人消费支出的增长视为利好消息。强劲的消费支出往往意味着稳健的公司利润。出于这个原因，股票价格往往在个人收入增长率上升时上涨，在个人收入增长率下降时下跌。

外汇市场专业人士与股票交易者持有相同的观点。个人收入增长率的上升表明经济状况良好，这往往预示着利率的上升，从而引起对美元需求的上升。这将会使美元升值。而个人收入增长缓慢或大幅下降（这种情况并不常见）则明确预示着经济的疲软。因此，利率将下降，引起美元需求的下降（从而降低外汇市场上美元的价值）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意！

会扭曲个人收入增长的特殊因素都与政府相关。每年 1 月，政府员工和社会保障金领取人会收到生活成本调整补助。经济学家和金融市场参与者已经学会对这些年度调整进行预期。

像之前所提到的，自然灾害会扭曲租金收入。在飓风肆虐和地震时，租金收入也成为收入数据波动的一个来源。(你不需要预测地震！别忘了，个人收入数据的发布存在时滞。)

最后，大型公司或行业的员工收到的预期之外的奖金，将会使收入中工资和薪金这一构成部分增加。例如，微软在 2004 年 12 月进行了现金红利的支付，导致当月股利收入激增 70%。随后在 2005 年 1 月下降 40%。这些特殊情况通常会提前公告，因此对市场参与者而言并非是令人惊奇的消息。

个人储蓄率

经济学家也会从个人储蓄率数据中寻找支出行为变化的线索。储蓄率是收入和支出数据的副产物，与它们在同一时间发布。尽管储蓄率是消费领域的重要指标，但它的月度数据并不十分可靠。个人储蓄是作为剩余部分被计算出来的，也就是说，储蓄等于可支配收入和个人支出之间的差额。(个人支出包括个人消费支出、消费者对企业的利息支付，以及对外国人的转移支付。)也可以说，只要没有支出的部分就是储蓄。但是，信贷的使用会导致储蓄率被低估。例如对汽车的购买往往使用信贷，经济分析局把在贷款期限内摊销的汽车购买全价加利息支付作为某一特定月份的耐用消费品支出。伴随着无息贷款的出现，汽车销售在 2001 年 10 月飙升，储蓄率从 9 月份的 4.2%下降至−0.2%。当汽车销售回到正常水平，储蓄率到 2002 年 3 月回升至 2.8%。类似地，微软的红利支付使储蓄率在 2004 年 12 月升至 3.6%，但到 2005 年 1 月又跌回至 1%。

异乎寻常的收入或税收支付同样会导致储蓄异常行为。在每年 1 月，社会保障金领取人收到生活成本调整补助，储蓄率会在几个月内保持较高水平，直到支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出流量吸收了额外的收入。税收支付会对储蓄率产生反向作用：通常在每年 4 月，税收支出激增，储蓄率下降。

经济分析协会主席和首席经济学家苏珊·M·斯特恩指出，对个人储蓄率的衡量存在更多问题。在 2005 年 7 月发行的《企业经济学》杂志中，她提醒我们，资本利得不包含在收入中（所以它们不会流向个人储蓄），但资本利得税却包含在个人所得税中（因此会降低可支配收入）。另外，个人收入包括养老金计划供款（从当前现金流中扣除的收入），但不包括支付的退休津贴。[5]

市场反应

金融市场参与者不会对储蓄率变化做出反应。即使考虑了它的月度波动，人们仍可能无法确定如何应对储蓄率的上升或下降。举例来说，如果消费者对未来前景感到乐观并增加支出，储蓄率会下降。如果消费者对未来经济失去信心并停止支出，储蓄率将会上升。

注意！

当储蓄率大幅下降，可以从耐用品支出的异常增长或税收支出激增中寻找原因。以下因素则可能会导致储蓄率大幅攀升：耐用品支出的下降、政府工资和薪金的生活成本调整补助、社会保障金支付的生活成本调整补助，以及税收支出的骤降①。由于储蓄率是一个余量，因此不能从月度数据的表面价值来对其进行评价（见图 3—2)。

需要注意的是，储蓄率并不衡量个人财富水平。在 20 世纪 90 年代市场处于牛市时，消费者支出激增，其原因是拥有股票的消费者看上去（并且确实）更为富有，即使他们不能从其养老金计划中获取这些资金。

在 2000 年股票市场崩盘时，股票形式的家庭财富发生损失，因此 2000—2005 年，财富开始向房地产转移。因为拥有房产的消费者多于拥有股票的消费者，更多人从房产升值带来的财富增长中获益。（第 10 章的季度资金流量数据中将包含更为详细的财富数据。）

① 此处在原书中为“猛增”，疑有误。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

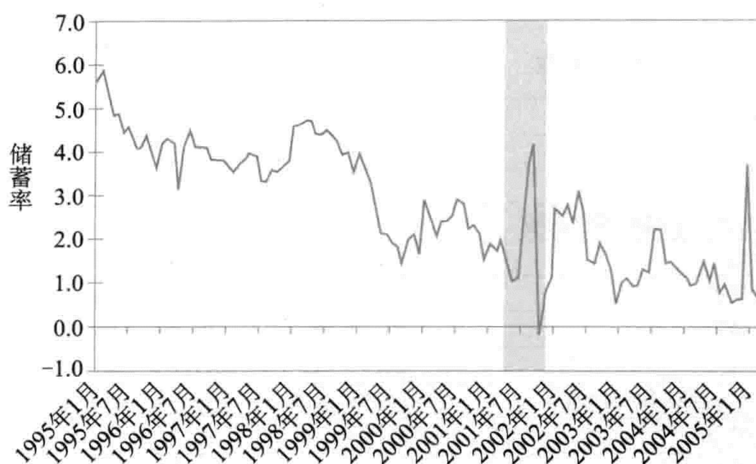


图 3—2 个人储蓄率

说明：个人储蓄率一直以来保持下降趋势。2001 年经济衰退时期的剧烈波动与 2001 年 10 月汽车制造商引入无息贷款所带来的汽车销售激增相关。由于个人储蓄率反映的是个人收入的剩余，当年 10 月耐用消费品支出的激增致使储蓄率为负。

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

消费者分期付款信贷

美国联邦储备委员会在每个月结束后的五到六周之间发布消费者分期付款信贷的净变化值。这一数据序列基于以下来源的月度调查数据：商业银行、金融公司、储蓄机构以及信用社。报告的数据基于当期美元，并且经过季节性调整。未经调整的数据也随时可用。从这个月到下个月，消费者分期付款信贷数据会经过大幅度修订，该数据序列还要经过年度基准和季节性调整修订。

信贷余额变化按照主要信贷类型（循环或非循环），或主要信贷发放者（商业银行、金融公司、信用社、储蓄机构、非金融企业、联邦政府和学生贷款营销协会（Sallie Mae），以及证券化资产池）来进行划分和报告。表 3—4 显示了每一个类别的相对重要性。从 2003 年 8 月发布的数据开始，美国联邦储备委员会将联邦政府和 SLM 公司（Sallie Mae 的母公司）发放的学生贷款包含在内。为了将学生贷款包括在内而进行的历史数据修订已回溯至 1977 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3—4　　消费者信贷余额

	数值			月度变化		
十亿美元，经季节性调整	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
消费信贷余额	2 099.4	2 100.9	2 109.6	14.4	1.5	8.7
循环	789.8	790.4	796.0	4.6	0.6	5.6
非循环	1 309.5	1 310.5	1 313.6	9.6	1.0	3.1
十亿美元，未经季节性调整						
消费信贷余额	2 103.9	2 112.7	2 151.4	17.1	8.8	38.7
商业银行持有	669.6	667.4	697.4	0.8	−2.2	30.0
金融公司持有	363.8	373.5	365.6	11.1	9.7	−7.9
信用社持有	216.4	217.0	217.8	1.4	0.6	0.8
联邦政府和 Sallie Mae 持有	99.3	98.6	98.4	0.1	−0.7	−0.2
储蓄机构持有	89.9	90.6	91.3	0.7	0.7	0.7
非金融企业持有	60.7	61.5	73.9	0.8	0.8	12.4
证券化资产池持有	604.2	604.2	607.1	2.2	0.0	2.9

资料来源：联邦储备委员会和哈弗分析。

在一定程度上，消费者分期付款信贷的变化能够反映消费支出、消费者信心和消费者债务负担，但要在这些因素中进行区分却并不容易。在 20 世纪 80 年代早期，美联储报告新信贷的扩张和旧信贷的清算，从而反映消费者分期付款信贷总额的净变动。在这种情况下，信贷扩张的增加必然预示着消费支出的增加，或许还意味着消费者信心度的增加。个人只有在预期能够偿还债务的时候才会扩大信贷义务。还款的增长放缓或下降表明消费者收入的使用接近极限，支出的下降将紧随其后。非常遗憾的是，在过去 20 年中，联邦储备委员会没能持续发布这一细节数据，而只发布消费者分期付款信贷的净变化值。这使得市场参与者只能假设信贷的变化是由于更多的信贷使用（以及更多的支出），或是由于还款额的下降。

大多数情况下，消费信贷的增长意味着消费支出的增加以及对于整个经济的乐观情绪，这会在经济扩张时发生。消费信贷下降，则表明消费支出减少，或许还会伴随着对未来经济活动的悲观情绪，这经常在经济处于衰退时发生。如果没有获得信贷扩张和清算的数据，就需要将消费者分期付款信贷数据与其他经济指标相结合，从而获得更好的分析。例如，当消费信贷的上升伴随着汽车销售和零售额的上升，表明消费者对经济持乐观态度，以及经济运行稳健。相反，如果零售额和汽车销售下降但消费信贷上升，消费者可能并没有迅速偿还其债务，这将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预示着经济活动的低迷和与之相伴的谨慎的消费行为。最后一种情况是消费信贷的下降伴随零售额或汽车销售的上升，这表明消费者偿还贷款的速度快于他们借入新贷款的速度。这也预示着经济的脆弱。

另一个可以帮助解释信贷余额变化的指标是消费者分期付款信贷占可支配收入的比率，又称债务—收入比率。（**消费者信贷**和**消费者债务**这两种表述常常被交替使用。）债务—收入比率会在经济扩张期上升，因为消费者未来的财务偿还状况更为宽松，因此可以使用更多信贷。债务—收入比率会在经济衰退时保持稳定或下降，因为消费支出，尤其是对耐用品的消费会大幅下降。从图 3—3 可以看出，在过去 40 年间，当信贷的使用由于信用卡发卡机构提供的一系列激励措施而越来越普遍时，债务—收入比率也呈现出上升趋势。

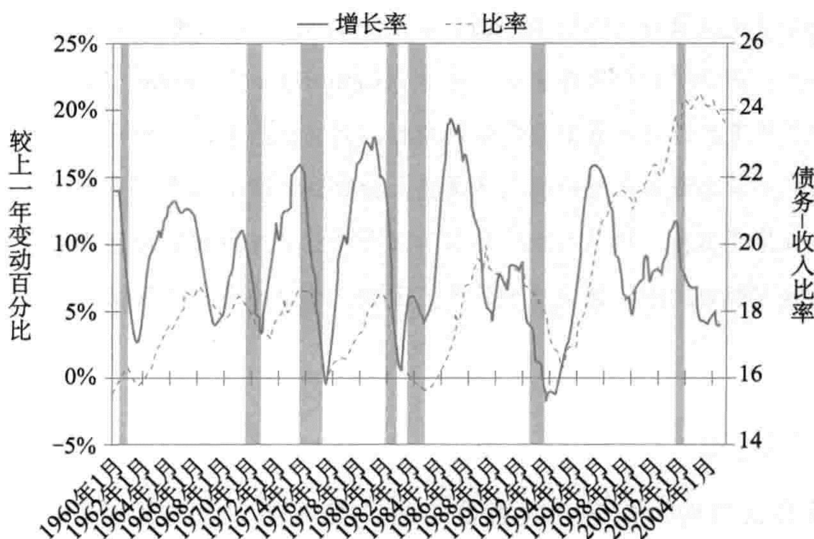


图 3—3 消费信贷增长率与债务—收入比率

说明：消费者分期付款信贷在 1975 年短暂地下降，在 1991 年出现了更大幅度的下降，尽管增长率往往在经济衰退期间以及扩张期间放缓。在 21 世纪，债务—收入比率相对于历史数据达到高点，但这实际反映的是信用卡的使用便利。

资料来源：美国联邦储备委员会、经济分析局和哈弗分析。

市场反应

金融市场参与者通常不会对此经济指标做出反应。因为这个数据在发布之时已经是旧消息了，其他所有的消费指标都已经发布。其他的经济指标已经显示出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济会在当月走弱还是走强。此外，这一指标在下午晚些时候发布，通常会被忙着准备下班回家的市场参与者所忽视。

在 20 世纪 80 年代末，税法发生了变化，消费信贷的利息支付不再具有抵税作用，因此大量的消费者开始使用住房权益贷款（此贷款具有税收优势）。房屋的增值增加了用房屋权益进行抵押，为从度假到购买汽车再到教育费用等任何事进行借贷的房主数量。很多房主用房屋进行再融资只是为了偿还信用卡贷款。这使得消费信贷报告不如原本那么有用了。（住房权益贷款数据可以在第 10 章讨论的资金流量报告中获得。）

你对更多的消费信贷指标感兴趣吗？

债务减免清算所（Debt Relief Clearinghouse），一家专门提供债务管理服务的公司，资助了剑桥消费者信贷指数（Cambridge Consumer Credit Index），一个专门用来跟踪对消费信贷态度的指标。调查数据来源于每月对随机选取的约 800 名美国消费者所进行的电话调查。指数试图衡量消费者是否预期承担更多债务或偿还债务。该指数在每月的第五个营业日与美联储的消费者分期付款信贷数据相配合发布，但它更为及时，因为它包含的是当月数据。[6]

消费者态度

两个私营机构承担对消费者信心的月度调查：经济咨商局（Conference Board）和密歇根大学调查研究中心。经济咨商局在每月最后一个周二发布信息，而密歇根大学调查研究中心则每月发布两次，大致在每月的第二和第四个周五。顺便提一下，密歇根大学调查研究中心并不公开发布其调查结果，而只将其提供给付费客户，这些付费客户随后再将这些结果提供给金融媒体。

你也许会想，消费者信心就是消费者信心，这两种对消费者信心的衡量指标是完全相同的。但实际上，这两项调查在方法和计算技术上都有所不同。一般情况下，消费者会被问及他们对当前经济的态度，以及他们对未来六个月或十二个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月经济前景的看法。他们还会被问及是否打算进行房产投资或购买诸如汽车和家电等大件商品。经济咨商局消费者信心指数和密歇根大学调查研究中心消费者信心指数在商业周期中往往呈现同向变动，但会在经济顶峰和谷底出现偏离。经济咨商局公布的数据在经济顶峰时显示的市场信心更强，但在经济陷入谷底时会显现出更多的市场悲观情绪。当经济在 2001 年进入衰退时，经济咨商局消费者信心指数由于其关于就业市场的问题，下跌幅度大于密歇根大学调查研究中心消费者信心指数。

密歇根大学调查研究中心的调查　密歇根大学调查研究中心自 1946 年起开始进行消费者调查。最初，调查每年进行，但很快变为每季度进行，并于 1978 年开始变为月度调查。每个月的调查都涵盖 25 个核心问题，覆盖了消费者信心的三大领域：个人财务状况、商业环境和购买情况。人群样本被设计为能够代表除了阿拉斯加和夏威夷外的所有美国家庭。每个月，调查研究中心会通过电话采访 500 名消费者。回答问题的得分被总结并编制为三个指数：消费者信心指数、消费者预期指数，以及当前经济状况指数。

消费者信心指数来自于以下五个问题：

（1）我们对于目前人们的财务情况很感兴趣。与**一年前**相比，您（以及和您一起生活的家人）的财务状况是**好转**了还是**恶化**了？

（2）下面来展望未来——您认为**从现在起的一年**，您（以及和您一起生活的家人）的财务状况会**好转**，或**恶化**，或者只是与现在一样？

（3）现在我们来谈谈整个国家的商情——您认为在**接下来的 12 个月**，我们将拥有**良好**的金融环境，或**糟糕**的金融环境，又或者其他情况？

（4）展望未来，您认为以下哪种情况更可能会发生——整个国家会在**接下来的五年**左右呈现持续良好的经济态势，又或者我们将会在一段时期内面临大规模的失业或经济衰退，又或者其他情况？

（5）关于人们为家里购买的大件商品——例如家具、冰箱、电视和类似商品。总体来说，您认为现在是人们购买主要家庭用品的**好**时机还是**坏**时机？

当前经济状况指数使用问题（1）和问题（5）；消费者预期指数则使用问题（2）、（3）和（4）。这三个调查指数将 1966 年 1 月作为基期，基期值为 100。消费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者预期指数是用于计算经济咨商局先行指标指数的十个数据序列之一。[7]

调查研究中心所问的一些问题还涉及消费者对利率、失业率、消费价格指数的预期，对国民经济变化的评估，家庭购买状况以及对汽车（轿车和轻型卡车）的购买态度。

调查研究中心的研究显示，消费者预期和实际数据间的相关性至少有 0.75，有时会更高。这意味着调查数据和实际数据在 75%的时间里都是同向变动的。一般来讲，消费者预期会超前于实际数据大约两个季度的时间。而对国民经济而言，则不存在这种超前关系。[8]

经济咨商局的调查 经济咨商局的调查报告——《消费者态度》和《购买计划》，最早以双月刊的形式产生于 1967 年，从 1977 年起每月发布。经济咨商局的调查规模是密歇根大学调查研究中心的十倍，包括了具有代表性的 5 000 个样本家庭。调查由 NFO 调查公司进行，每月向代表所有地区、年龄组和收入水平的完全不同的样本个体邮寄调查问卷。调查分为两个部分。一部分反映出消费者对当前状况的评估和对未来的预期，这些问题产生三个指数：消费者信心指数、现状指数和预期指数。另一个部分则涉及对房屋、汽车和主要家用电器的购买计划，会产生购买计划指数，以及打算在未来六个月进行这些购买的家庭所占的百分比。经济咨商局还分别发布九个主要地区的消费者信心信息。经济咨商局将 1985 年设为基准年度，基准值为 100。与密歇根大学调查研究中心不同，经济咨商局对调查中的所有统计数据进行季节性调整。

消费者信心指数综合了对当前状况以及未来六个月状况的评估。对于现状指数，消费者将会被问及与商业环境和就业相关的问题：工作机会足够多吗？工作机会是不是不够多？工作难找吗？而对预期指数而言，也会问到相同的关于商业环境和就业的问题，但还会加入与收入相关的问题：商业环境在未来六个月是不变、变好还是变坏？在未来六个月工作机会将会增加、减少还是不变？在未来六个月你预期你的收入是增加、减少还是保持不变？

购买计划指数包含对汽车、住房或电器的购买计划。消费者也会被问及在未来六个月是否打算外出度假。询问消费者对耐用品的购买计划是有意义的，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对而言这些购买并不经常发生。类似地，度假一般属于高支出项目，往往需要进行计划（即使这些支出可能会被划分为消费支出下的服务部分）。度假计划并未被纳入购买计划指数中。由于具有较高的波动性，住房购买计划这一组成部分的权重仅是车辆或家电购买意愿所占权重的一半。

消费者信心指数是经济运行的同步指标。通常情况下，消费者会在经济处于扩张时对其充满信心，而在经济处于衰退时对其持悲观态度。经济咨商局的费边·林登认为，信心指数“仅仅表明可能变化的大方向和大概程度，而不是准确的变化幅度……也无法对变化的期限进行准确预测”。因此，某些经济学家发表的消费者信心指数可以用来预测月度消费支出的观点与该指数编制者的专业观点并不一致。林登还指出，购买计划指数“未能表现出让人信服的能力来持续可靠地预测消费者对某些特定商品的需求并据以进行营销决策制定”。他进一步指出，“总购买意向指数只能作为消费者支出倾向大致变动的粗略衡量指标。”[9]

当把消费者支出和消费者信心指数画在同一张图表上，从趋势上看它们可能呈现出相似的下降和震荡。但更为精细的月度图将表明，它们每个月的变动方向或变动幅度并不完全一致，如图 3—4 所示。

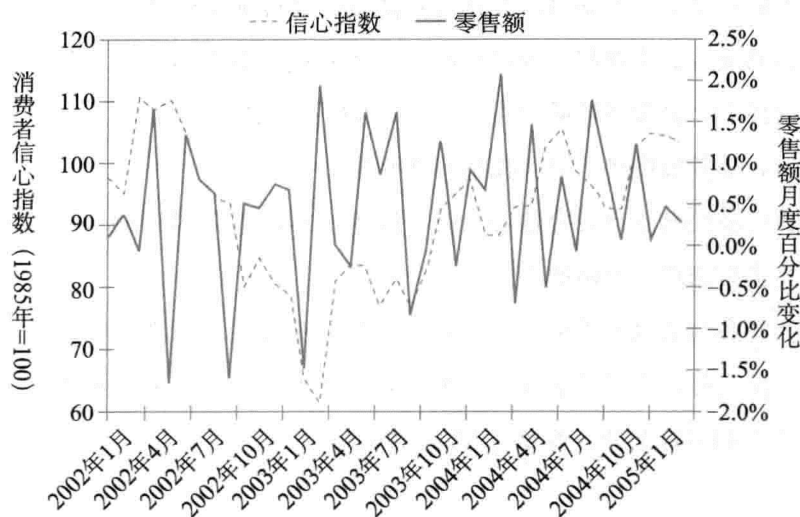


图 3—4 消费者信心指数和零售额

说明：尽管消费者信心指数和支出之间存在某些相似的行为趋势，但经济咨商局消费者信心指数无法用来预测零售额的月度变化。

资料来源：经济咨商局、人口普查局和哈佛分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费者信心指数首次备受关注是在1987年10月股票市场崩盘之时，也就是艾伦·格林斯潘开始其美联储主席任期后的几个月。格林斯潘表示，他将密切关注消费者信心调查，看消费者是否会对股市崩盘做出反应。事实上，两个消费者信心指数都在11月下降，但在12月触底反弹。美联储主席说什么，市场参与者就听什么。而这也是格林斯潘所提及的众多经济指标中的第一个——随后将成为市场的推动因素。

你知道吗?

许多经济学家都认为消费者信心调查并不能预测经济。高盛经济学家简·哈特齐厄斯认为，这是由于大多数人并不掌握所需要的信息来恰当地回答消费者信心调查中的很多问题，例如未来六个月的商业环境如何。其结果就是，他们更可能基于最近的头条新闻来进行回答。但是当涉及到就业市场时，他们会对当地的情况有更好的了解。[10]

市场反应

在过去的几年中，市场对消费者信心调查的反应非常强烈。这一反应与对实际消费支出的反应非常相似。债券交易者希望看到消费者信心的下降，因为这预示着经济的疲软，会带来较低的债券收益（但更高的债券价格）。反之，如果消费者信心上升，债券价格将下降（收益率将上升）。

股票投资者更希望消费者信心上升，因为这预示着公司利润增长强劲。公司的高盈利将会带来股票价格的上升。

外汇市场参与者也不希望消费者对经济持悲观态度。悲观态度是经济疲软和低利率水平的信号，会导致美元价值的下降。外汇市场参与者更希望看到乐观的消费者，因为利率将上升，美元需求将会增加。

注意!

消费者信心指数的月度变化并没有反映在实际支出数据，如零售额、个人消费支出，或新屋开工数量上。应该关注消费者信心调查数据的变化趋势而非单一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月份的变化值。另外，密歇根大学调查研究中心消费者信心指数和经济咨商局消费者信心指数随着时间推移其变动方向是相似的，但在任一特定月份可能出现偏离。当处于经济周期的顶峰，就业状况改善时，经济咨商局指数增长更为迅速。另外，经济咨商局每个月的调查对象是完全不同的群体。而密歇根大学调查研究中心则不同，他们每个月的调查对象是相同的群体。

最好是等待实际支出数据的发布，以确定你对经济的看法。真正的市场信心可以从百货店或汽车经销商的收银机体现出来。例如，两个消费者态度调查数据都在 2005 年 1—4 月呈下降趋势，原因是消费者正面临着汽油价格的大幅度上升。但是在这个时期，零售额却稳步增长——这表明当消费者沮丧的时候，他们并不一定会停止购物！

你对其他消费者信心调查感兴趣吗?

美国广播公司（ABC）和《华盛顿邮报》每周发布舒适度指数，描述消费者对当前状况所持的乐观态度。这一指标可在每周二收盘后获得，数据期间是以周日为终结的一周。

《投资者商业日报》与政策和政治技术测量研究所（TIPP）在 2001 年推出了经济乐观指数。这一指数与绝大多数的信心指数略有不同，因为它不仅仅考虑了消费者对经济前景和个人财务状况的预期，还考虑了消费者对当前联邦经济政策的满意程度。[11]

季度指标

零售电子商务销售

在 2001 年，人口普查局开始发布它对电子商务销售额的季度估计值，数据可回溯至 1999 年的第四季度。在 2004 年第三季度之前，由于数据时点有限，所以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无法对这些数据进行季节性调整。现如今，人口普查局在每个季度结束的大约七周后发布经过和未经过季节性调整的电子商务销售额数据。第四季度的数据大概要等到下一年 2 月份的第三周才能得到。

人口普查局将电子商务销售描述为：买方订单的下达或者销售价格和条款的协商是通过互联网、外联网、电子数据交换（EDI）网络、电子邮件或其他网络系统完成的销售。电子商务销售的支付并不一定是在网络上完成的。电子商务销售额的估计样本与月度零售贸易调查（MRTS）用来估计初步和最终销售额的样本相同。零售额的先期估计值则是基于 MRTS 样本的子样本，该样本大小不足以衡量零售电子商务销售的变化。

市场反应

尽管电子商务销售随着时间的推移变得越来越重要，但仍未引起金融市场参与者的足够关注。

本章要点

- 某些消费指标的波动性要高于其他消费指标。分析数据的变化趋势比分析数据在一个月内的变化值更为可取。
- 强劲的消费预示着经济的健康发展，这会导致通货膨胀和高利率水平。
- 消费指标表明支出强劲对固定收益市场来说是熊市信号，对股票市场来说是牛市信号，它也会带来美元的升值。
- 消费指标表明支出低迷对固定收益市场来说是牛市信号，对股票市场来说是熊市信号，它也会带来美元的贬值。
- 当你只监测一个经济指标时，个人消费支出是对消费者支出情况最全面最恰当的衡量指标。
- 市场波动的主要指标必须要及时——零售额符合这一要求。
- 消费者态度调查或许能够反映不同时点消费者的支出行为，但其月度变化并不能用于预测零售额的月度变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

投资支出

衡量投资的指标数量与衡量消费支出的指标数量不相上下。投资支出只占到GDP 的大约 1/6，但投资支出的变化却非常重要，因为它会加剧商业周期的变化。在周期性上涨阶段，投资支出增长速度会超过 GDP 增速，而在经济衰退阶段，投资支出的下跌速度同样会超过 GDP 跌速。

本章将对金融市场参与者、媒体和联邦政府的政策制定者所关注的主要经济指标进行介绍。并不是所有指标都会得到同等程度的关注。

周度指标

MBA 每周抵押贷款申请调查

抵押贷款银行家协会（MBA）在每周三上午发布截止于上周五的每周抵押贷款申请调查。报告涵盖了所有类型的抵押贷款发起人，包括商业银行、储蓄机构和按揭银行。报告内容包括购买申请和再融资申请。常规申请和政府申请以及不同的产品类型（固定利率、可变利率）都属于被监测的范围。MBA 表示，在 2004 年，其调查覆盖了全美国大约 50%的零售抵押贷款申请。经过季节性调整和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未经过季节性调整的共16个指数被计算出来。很显然，并不是全部指数对于关注经济状况的金融市场参与者而言都有重要意义。但毫无疑问的是，购买指数——市场综合指数的一个子集——是新屋开工和房屋销售的非常有用的先行指标。这一购买指数包括所有针对单户住宅购买进行的抵押贷款申请。它涵盖常规贷款和政府贷款，固定利率贷款和可变利率贷款。经过季节性调整和未经季节性调整的指数都可获得，但用户关注经过季节性调整的数据。

MBA通过计算抵押贷款申请的数量（而不是美元价值）来获得指数值和变化率。未经季节性调整指数值的计算使用的是从贷款人处收集的相同数据。周变化率是基于前一周的指数水平计算而来。统计方法会考虑季节效应、日历效应和假期效应。指数值的计算仅仅涉及连续几周中共有的对象，从而避免计算结果出现偏差。举例来说，如果一个贷方只在第一周和第三周参与调查，在第二周没有参与，他将不被包含在指数计算范围内。如果这个贷方随后补报了第二周的贷款申请数据，指数值将会被修订。这些指数值的历史数据最早可以追溯至1990年，1990年3月16日那一周的所有指数值都为100（见图4—1）。

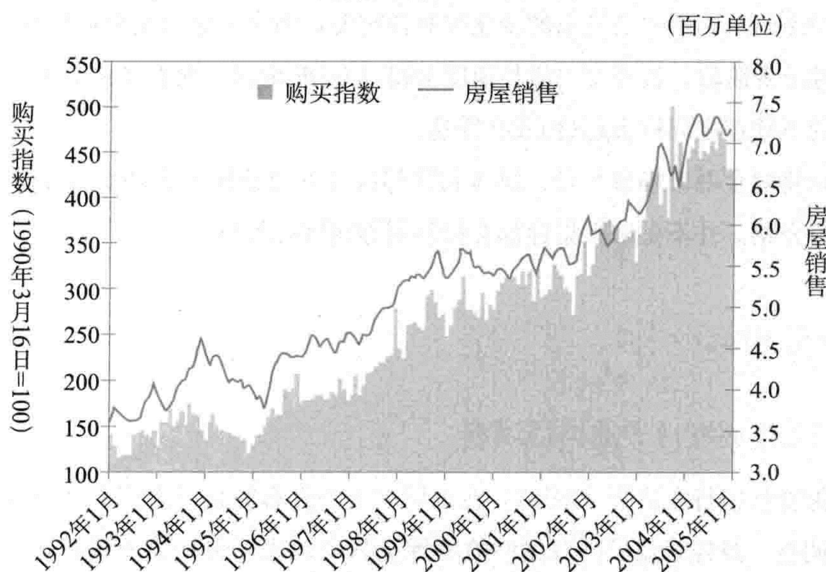


图4—1 MBA购买申请指数与房屋销售

说明：购买申请指数引领房屋销售。

资料来源：抵押贷款银行家协会、全国房地产经纪人协会、美国人口普查局和哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MBA 经济部的布赖恩·凯里和艾琳·赵在《抵押金融评论》发表的研究指出了这一购买指数的先行指标性质。凯里和赵认为，“这一购买指数是当前房屋销售的一个自然的指数，因为大约 90％的房屋销售都使用抵押贷款……但是，并不是所有的贷款申请都会导致房屋的出售。”[1] 抛开它与全国房地产经纪人协会的报告在诸如时效性和报告内容的差别来说，这一购买指数还是能够很好地对当前房屋销售进行预测。

在 1990 年，MBA 再融资指数很低。但到了 90 年代中期，随着利率的下降，房主们认识到他们可以将原先的高利率抵押贷款转换为较低利率的贷款，再融资活动的增长势头明显增强。从 1994 年末的 9％的利率高点到 1998 年末的 7％，消费者可以通过再融资将他们 30 年期的固定抵押贷款利率削减 2 个百分点。利率水平在 2000 年回升至 8％，但到 2003 年又下跌至稍高于 5％的水平。房主们随时准备进行再融资——而且只要利率持续下降，他们就会不断地进行再融资。再融资活动是一个非常重要的经济变量，它告诉投资者，消费者口袋里还有多少多余的钱可以用于其他商品和服务的支付。

市场反应

尽管这些数据在美国东部时间早上 7 点发布，此时大多数交易者和投资者尚在睡梦中，但金融市场参与者仍需监测这一指数。债券市场确实会对购买申请指数或再融资指数的显著变化做出反应，有时股票市场和外汇市场也会对其做出反应。毫无疑问的是，在过去十年中大量的再融资活动使这一指数在市场中占有重要地位。

月度指标

从整体上看，反映投资支出的指标的波动性要高于消费指标。要注意，这里涉及的是必须要进行融资的大件商品（飞机、住宅、厂房），而非直接用现金进行支付的商品。

耐用品先期报告

人口普查局会在每个月结束后的 17 到 19 个营业日期间编制制造商耐用品出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货、存货、新订单和未发货订单的先期报告。出货、存货、新订单和未发货订单都经过季节性调整并使用当期美元计算（也就是不对它们进行通货膨胀调整）。与许多其他经济指标不同，这些数据也不进行年化调整，即报告的新订单和出货都是月度水平。将月度值乘以 12 就可以得到年化值。而报告中的存货（市场价值）和未发货订单是月底值。新订单是扣除已取消订单后的净值，反映的是在当月已完成和出货的订单，也包括那些将在未来交付的订单。订单被广泛定义从而包含那些捆绑法律协议的订单。出货代表的是扣除折扣后的净销售值，它们也扣除了运费和消费税。存货按照当前成本进行计算。未发货订单包含那些尚未出货的订单。人口普查局将报告期期末的未发货订单定义为报告期初期的未发货订单加上收到的新订单净值减去净出货。

先期报告是根据制造商出货、存货和订单（M3）调查的结果来编制的，该调查包括了 4 000 个报告单位。这些公司的出货达到 5 亿美元或更多。

数据包括在初级金属、金属制品、机械、计算机和电子产品、电气设备、电器及元器件、交通运输设备，以及所有其他耐用品大类下的（新的和未发货）订单、出货和存货。在计算机和电子产品这一构成部分，属于计算机行业的半导体只有出货的数据，而没有新订单和未发货订单数据，因为制造业报告是自愿提供的，而半导体行业认为它们不再能够提供关于新订单和未发货订单的准确信息。计算机和电子产品数据中包含半导体存货数据，但没有进一步细分，而其他类别下的存货则有更多的细分数据。

该报告被称为“先期”报告是因为它是对制造商的出货、存货和订单数据的早期发布，包含了非耐用品和耐用品的信息。对“先期”报告的修订幅度可能非常大，甚至可能会改变起初先期报告数据所描绘的经济状况。最初的估计可能显示制造业方面的表现乏善可陈，而经修订的数据则可能会显示出更为强劲的经济。例如，在 2004 年 11 月 24 日，最初（先期）报告的制造商耐用品新订单在 10 月下降了 0.4%。一周之后，更为完整的制造商报告显示下降幅度为 1.1%。在 2004 年 12 月 23 日，11 月的数据被发布，10 月的数据经再次修订变为下降 0.9%。最初的估计值显示了一个温和的下降，但从经过修订后的数据可以了解到，该时期的经济情况比最初认为的要差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐用品报告被划分为不同的大类，例如国防和非国防耐用品；资本耐用品和非资本耐用品；非国防资本耐用品和国防资本耐用品。也可以将扣除和未扣除飞机的非国防资本耐用品进行比较——飞机是其中主要的持续波动部分。非国防资本耐用品，包括诸如高炉和计算机在内的众多商品，是资本支出的衡量指标。非资本耐用品主要包括家庭用品：汽车、电冰箱和其他家用电器。就像在第 2 章中提到的，汽车在所有 GDP 构成中都被单独划分，包括资本支出。耐用品新订单部分被包含在经济咨商局先行指标指数中。

耐用品的新订单在月和月之间上下浮动，如图 4—2 所示。经济学家经常开玩笑说，耐用品订单很好预测：看看上一个月的变化情况，然后把符号一改就可以了。在经济扩张期，新订单的上升幅度大于下降幅度，而在经济衰退期，下降幅度大于上升幅度。存在这种古怪行为模式的主要原因是，耐用品包括很多领域，如交通运输设备。在这些领域，即使是单个设备的订单金额都会很大，是否包含这个订单，总额会有很大的差别。例如在交通运输类别下，包括军用和民用飞机，这些都是价格高昂的商品。而当公司对这些商品下订单时，一次购买的数量往往

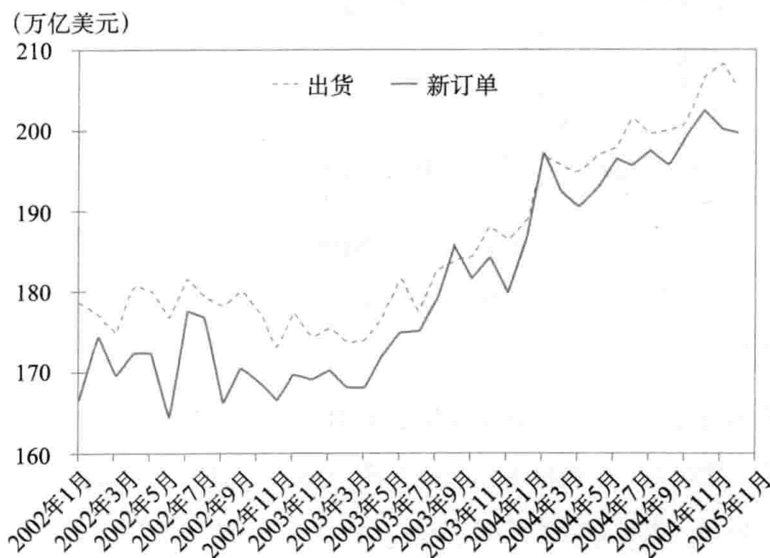


图 4—2 制造商耐用品订单和出货

说明：可以看出订单和出货同步变动，但出货的波动较小。

资料来源：人口普查局和哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都不止一架。如果在 2 月份订购了 20 架飞机，那么在 3 月份就不会再订购飞机。2 月份的订单将激增，但是 3 月份的订单将会下降。

经济学家们喜欢从数据中扣除波动性较大的构成部分，再对扣除该部分后的订单数据进行分析。在过去的几年中，经济学家们已经成功说服金融市场参与者和金融媒体关注扣除运输的耐用品订单、扣除国防的耐用品订单、非国防资本品订单，以及不包括飞机的非国防资本品订单。扣除运输或国防部分意味着去掉了数据中不稳定的组成部分，使得潜在的投资趋势更容易辨别。非国防资本品订单广受关注是因为它们是资本支出的先行指标（见图 4—3）。

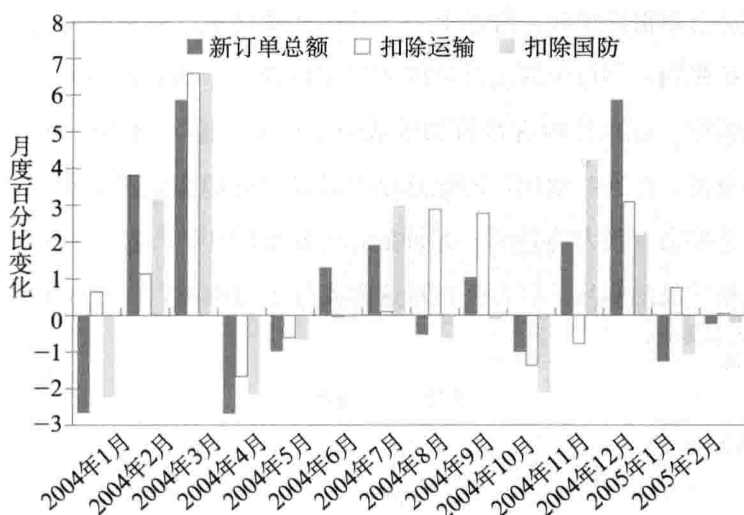


图 4—3 耐用品订单变化

说明：国防和运输类订单的波动会导致对潜在经济活动产生错误观点。

资料来源：人口普查局和哈弗分析。

耐用品出货可以划分为与订单相同的类别。订单是未来两到六个月生产情况的先行指标，而出货（也被称为销售额）则是衡量当前生产的指标。出货比订单更为稳定。公司一次可以订购多个产品，但生产者一次只生产一个产品。因此从生产角度来讲，一个 20 架飞机的订单是在好几个月中完成的。

未发货订单并不总能引起关注，即使对经济学家也是如此。未发货订单上升，表明制造商非常忙碌，生产速度无法跟上收到订单的速度。另一方面，未发货订

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单水平下降意味着制造商的生产速度快于收到新订单的速度。未发货订单往往在经济扩张时上升，在经济收缩时下降，但未发货订单的数量不会下降到零。即使在经济衰退期也会有未交付的订单。幸运的是，积压订单的存在使得制造商即便在新订单数下降时也能够继续生产。

市场反应

从严格意义上讲，固定收益市场参与者将订单和出货的上升视为经济实力的象征，将耐用品订单和出货的下降视为经济疲软的标志。因此，订单和出货增加预示着利率的上升，而订单和出货减少则预示着利率的下降。出货反映的是当前，而订单反映的是未来，因此出货与交易商和投资者的关联性更低。

股票市场和外汇市场的参与者希望经济强劲而不是疲软，因此希望看到耐用品订单上升而非下降。股票市场的参与者期盼着公司利润的增长，而外汇市场参与者则期盼着能够有因素推动利率的上升。如果利率下降，订单的下降会降低美元价值。

固定收益市场专业人士不希望看到经济增长，因为这或者预示着通胀压力（在经济扩张期），或者预示着美联储宽松政策的终结（在经济复苏期）。外汇市场和股票市场专业人士也不希望看到伴随着通货膨胀的经济增长。但外汇市场交易者更偏好高利率水平，因此他们更愿意看到美联储一个时期宽松政策的终结。

金融市场参与者当然了解耐用品订单锯齿状的运动模式。由于经济学家通过扣除其中的不同部分来解决这一问题，市场参与者也意识到了他们可以关注报告中的子部分。因此，市场对耐用品订单的反应通常是不一致的。有些时候，市场参与者根据这些数据来进行交易，有些时候则不然。这取决于他们的**心情**。如果市场心理是消极的（债券价格下降，债券收益率上升），固定收益市场的专业人士会将耐用品订单的上升视为负面消息，因为这验证了市场走强这一观点。如果市场心理是积极的（债券价格上升，债券收益率下降），他们将会忽视耐用品订单的上升，相反会提及数据内在的波动性。交易者会尽可能将注意力放在那些能够证明其观点的报告内容上：扣除运输的订单总额，或者扣除国防的订单总额，又或者非国防资本耐用品订单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意！

来对先期报告中的一些特别因素进行分析。国防订单通常是不稳定的，尽管它们一般都会遵循一个向下或向上的趋势，所以首先来检查这一部分。你真正希望看到的是私营经济是如何增长的。而国防支出取决于财政政策。你可以通过读取联邦政府预算余额数据来对财政政策有更好的认识。如果耐用品订单不寻常地剧增或骤降不是源于国防订单，那么检查运输部门的飞机订单。市场参与者将这些部分的订单扣除，不是因为它们毫无意义，而是因为它们不平稳。很少会看到飞机订单连续数月保持上涨：这一变化趋势是不可持续的。即使在1997—2000年飞机订单保持强劲势头的这四年中——其中在2000年达到最高水平，也不是每个月的订单数都上升。

在大多数情况下，耐用品订单是未来生产和出货的良好指标——只有一个例外。新订单、出货和汽车生产在同一个月是同时发生的。汽车生产数据的发布早于耐用品先期报告的发布，因此对汽车的订单和出货的关注要少于对其他大类下商品的关注。由于汽车属于交通运输类别，这也是另一个将其从订单总额中扣除的很好的理由。

另外，确保在分析新订单的同时，对出货和未发货订单进行分析。

单一月份的耐用品订单数据是无用的。应该更为谨慎地分析超过三个月或六个月的数据。如果你确实关注订单和出货的长期变化趋势，那么就不要将高波动的类别如飞机从中扣除，因为它们同样增加国内生产，促进经济增长。还可以从更广阔的角度将耐用品报告中的数据与其他经济指标，诸如工业生产和ISM制造业指数进行比较。

第二重要的是确定订单总额的增加是否集中来自于非资本商品或资本设备。这两个部分处于上升状态时会给制造业带来有益影响，而在下降阶段会给制造业带来危害。而投资品则能够扩大美国的生产能力，从本质上增加国家的经济规模。换言之，投资的增加从长远来看能够提升我们的生活水平。在这种情况下，你将更希望看到非国防资本品而不是非资本商品的增加，因为非资本商品属于当前消费的消费品。位于芝加哥的苏黎世肯佩尔投资的首席投资官史蒂文·H·雷诺兹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意到 1997 年 8 月份的耐用品订单大幅上涨，他向《纽约时报》指出，是科技支出“降低了生产成本。经济增长态势良好是源于高生产率，而不是通货膨胀”[2]。

你对更多的订单数据感兴趣吗?

波音公司在耐用品先期报告公布前发布其订单和出货的月度数据。要注意的是，波音公司新订单的月度变化并不总是与耐用品先期报告中公布的飞机订单数据存在相关性。

制造商出货、存货和订单

在耐用品先期（和部分）报告发布后的大约一周，人口普查局会发布制造商产品的完整报告。这一针对制造商的出货、存货和订单（M3）进行的月度调查涵盖了约 4 000 个申报单位，出货达到 5 亿美元或更多，也包括数量有限的小型公司。根据人口普查局资料，该调查是完全自愿的，代表了整个制造业中约 60%的出货。完整报告包括非耐用品和耐用品数据。非耐用品占比稍低于 50%，往往比耐用品更为稳定。非耐用品的构成中不存在一个能够像之前讨论的飞机订单那样带来月度数据的剧烈变动的类别，但非耐用品类别之一的石油，其价格变动会带来名义月度数据的波动。如表 4—1 所示，它仅列出了非耐用品新订单的总价值数据，细节没有被公布。要注意在该表显示的这三个月的时间段中，一些非耐用品构成的出货也存在波动。

表 4—1　　各行业制造商出货和新订单价值

	相对	出货，月度百分比变化			新订单，月度百分比变化		
	重要性	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
所有制造行业	100	1.6	0.4	1.2	0.9	1.4	0.5
扣除运输	85.4	2.1	0.6	0.8	1.0	0.0	1.0
扣除国防	97.4	1.5	0.5	1.3	0.4	2.5	0.8
与未发货订单	36.5	0.8	−0.5	2.7	−0.8	2.0	0.3
耐用品行业	53.5	0.3	0.2	3.0	−1.0	2.0	1.5
木材制品	2.5	−5.2	0.2	5.8	NA	NA	NA

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	相对重要性	出货，月度百分比变化			新订单，月度百分比变化		
		2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
非金属矿物制品	2.1	1.9	3.7	1.7	NA	NA	NA
初级金属	3.7	−0.7	2.8	3.0	−1.7	5.1	1.1
钢铁厂	1.8	−0.4	3.2	3.4	−3.2	8.7	0.0
铝和有色金属	1.6	−1.7	2.6	2.5	−0.5	1.6	5.4
铸铁厂	0.4	1.8	1.7	3.4	0.1	3.8	0.5
金属制品	6.2	−1.3	2.0	0.5	2.2	−0.5	7.7
机械	6.7	2.7	−3.8	6.6	3.0	−4.2	13.7
农业机械	0.5	9.4	−7.0	5.5	NA	NA	NA
工程机械	0.7	0.3	5.0	5.3	4.1	2.0	0.5
矿山、油田和天然气田机械	0.2	1.8	−1.7	2.5	1.8	11.7	−7.7
工业机械	0.9	17.3	−28.5	20.7	2.0	−29.6	13.7
摄影器材	0.2	3.0	5.0	−7.3	5.4	2.1	−5.5
通风、采暖、空调和制冷设备	0.8	−1.6	2.9	4.9	−3.1	5.7	10.6
金属加工机械	0.6	−8.2	5.2	30.7	−7.3	5.6	38.2
汽轮机、发电机及其他输变电设备	0.9	1.5	−4.0	1.3	0.7	−2.9	7.2
材料装卸设备	0.4	1.6	3.4	1.1	1.8	7.0	−8.7
计算机和电子产品	10.6	3.4	0.2	0.7	−6.8	−5.8	8.2
计算机	1.5	11.3	−5.5	2.1	−15.7	7.8	14.0
计算机存储设备	0.4	−2.5	2.7	11.4	NA	NA	NA
其他外围设备	0.4	9.3	1.9	−6.5	NA	NA	NA
非国防通信设备	1.7	−0.4	1.1	−3.9	0.8	−8.1	2.0
国防通信设备	0.1	46.2	−37.9	63.6	17.5	−89.6	323.2
音频和视频设备	0.2	8.5	6.3	3.2	NA	NA	NA
半导体	1.9	5.9	1.0	−4.3	NA	NA	NA
电子元件	1.2	0.2	6.9	4.7	−6.0	13.3	11.6
非国防搜索和导航设备	0.2	0.2	0.1	−0.8	−38.6	47.4	12.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	相对重要性	出货，月度百分比变化			新订单，月度百分比变化		
		2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
国防搜索和导航设备	0.7	−0.4	3.0	−2.4	−7.6	2.1	−14.0
电疗，测量和控制仪器	1.8	−1.8	0.6	2.3	−17.4	10.0	−0.9
电气设备，装置及零部件	2.4	0.2	1.4	−0.7	−3.1	4.9	−6.9
电子照明设备	0.3	−2.2	1.4	−1.1	−3.5	6.8	−24.4
家用电器	0.6	−2.8	2.8	3.7	−5.8	11.3	−10.3
电气设备	0.7	3.4	0.4	−2.4	0.4	−0.6	−1.8
电池	0.1	−1.2	−0.2	−4.7	NA	NA	NA
交通运输设备	14.6	−1.1	−0.6	3.8	0.1	9.4	−2.3
汽车	2.0	−5.9	3.1	4.7	NA	NA	NA
轻型卡车和多用途运载车	3.1	−0.7	1.8	7.4	NA	NA	NA
重型卡车	0.3	−3.2	10.3	−1.7	NA	NA	NA
机动车车体、零件和拖车	5.0	−1.6	−0.3	3.8	−5.1	1.9	3.7
非国防飞机和零部件	1.6	−0.8	−12.0	7.3	5.0	64.7	−16.7
国防飞机和零部件	1.0	1.8	−3.3	−6.0	37.2	−3.7	−39.5
船舶	0.6	5.3	0.3	1.8	38.0	21.0	18.8
家具及相关产品	1.7	2.6	1.7	3.5	2.3	3.2	0.7
杂项耐用消费品	3.1	−1.5	2.6	5.5	NA	NA	NA
非耐用品行业	46.5	3.1	0.7	−0.7	3.1	0.7	−0.7
食品	11.0	2.3	−1.0	0.9			
粮食和油料加工	0.9	1.0	−25.2	25.0			
乳制品	1.7	3.8	3.1	0.0			
肉类、家禽和海鲜产品	3.3	0.8	0.6	1.1			
饮料及烟草制品	2.5	−0.7	−0.5	−0.1			
饮料	1.6	−0.8	−0.1	−1.2			
烟草	0.8	−0.6	−1.2	2.1			
纺织厂	0.9	−2.6	0.9	1.5			
纺织产品	0.9	1.0	−0.4	1.3			
服饰	1.3	−0.9	0.6	−2.9			
皮革及有关制品	0.2	−2.9	0.6	−12.2			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	相对重要性	出货，月度百分比变化			新订单，月度百分比变化		
		2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
纸制品	3.9	0.3	1.5	0.4			
纸浆、纸和纸板厂	1.6	0.9	1.0	2.0			
纸板箱	1.0	0.4	3.0	1.1			
印刷	2.1	−0.7	−0.5	1.4			
石油和煤炭产品	7.6	9.3	1.4	−4.4			
石油炼油厂	7.0	9.7	1.1	−5.0			
基本化学品	11.4	4.6	1.2	−0.7			
农药、肥料及其他农业化学品	0.5	0.8	−1.9	−2.8			
生物制药和药品	2.6	13.4	0.7	−4.8			
油漆、涂料和黏合剂	0.7	−1.6	1.5	2.2			
塑料和橡胶制品	4.6	−0.4	2.7	0.8			

资料来源：人口普查局和哈弗分析。

除了对出货、新订单和未发货订单进行更为完整和详细的报告外，制造商调查报告还包括一套更为完整的按照部门和制造阶段划分的存货数据。存货往往随经济增长而增加，在销售稳健增长阶段加速增长，而在销售需求减少时增长趋于平缓。存货投资的关键因素是区分意愿性和非意愿性存货增加。一种监测存货数据的方法是关注存货和销售额（出货）之间的关系，这样可以了解当前的存货增加是否能够跟上当前的销售速度。而存货对销售额比率作为一个常用的存货管理指标，为投资者提供了这方面的视角。在经济扩张期，存货对销售额比率的上升可以被视为好的市场信号，而在经济衰退期该比率的上升则是减产的信号。

人口普查局按照制造阶段发布存货数据：原材料和物料、在制品，以及制成品。它们分别占到总存货的大约 1/3。制成品是最大的构成类别（在 2004 年约占 38%），随后是原材料和物料（在 2004 年约占 33%）和在制品（在 2004 年约占 29%）。制成品存货的大幅度持续上升可能预示着因消费需求下降所导致的非意愿性存货的积累。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场反应

通常情况下，金融市场参与者关注在前一周发布的耐用品订单数据。在仅一周后就对数据进行修订的情况也并不少见。就像前面的例子里提到的，修订可能导致耐用品订单数据的大幅改变。

出货还是受到较少关注。市场参与者关注未发货订单主要是想以此证明自已对市场的观点。经济学家往往对未发货订单数据更为警觉。但即使这样，你也很少会听到经济学家在财经新闻中评论这些数据。

金融市场参与者往往会在经济处于拐点时关注存货数据。如果经济处于扩张阶段，需求上升，那么存货增加意味着持续的增长，预示着意愿性存货的积累。如果经济紧缩，需求下降，那么存货的增加将意味着非意愿性存货的积累。固定收益市场交易者希望看到经济衰退的信号（债券价格上升，收益率下降），因为这可能预示着美联储宽松货币政策的开始。相反地，他们不喜欢看到经济稳健增长的信号（债券价格下降，收益率上升），因为当经济出现明显上升势头时美联储将会停止宽松政策。此外，通胀压力也有可能出现。

股票市场交易者更希望看到经济增长，因为这会刺激公司利润的上升。因此当订单、出货和存货上升时，股票价格也会上升。外汇市场专业人士也希望看到稳健的经济增长，因为利率将会上升，美元的外汇价值也会上升。因此随着出货、存货和订单的上升，美元将会升值。但如果制造业的增长伴随着通货膨胀，那么股票价格和美元价值都不会上升。

注意！

要注意查看对耐用品订单和出货的修订。如果其涨幅或跌幅是 5%或 10%，1%的修订就不会有什么大影响，那么就不用担心。但如果订单或出货的上涨或下跌幅度仅为 1%，那么 1%的修订幅度无疑就非常显著了。此外看一下订单增长的模式或趋势。有趣之处在于惯例会影响到数据分析模式。新闻通讯社的头条新闻会发布订单、出货和存货的百分比变化。对于存货和未发货订单而言，这没有什么问题，因为数据的逐月变化往往比较稳定。但对于新订单的趋势增长率而言，最好使用订单水平的三个月移动平均值。月度增长率的波动太大，以至于失去了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析意义。可惜的是，三个月移动平均值数据上不了头条新闻。

再检查存货对销售额比率，看看是否有非意愿性的货物囤积的迹象。存货对销售额比率会在出货放缓的时候上升。一个月的变化并不显著，但应关注其发展趋势。

月度批发贸易

人口普查局在每个月结束后的五到六周会基于样本调查按照企业类型发布批发贸易存货、销售额和存货对销售额比率数据。月度批发贸易调查包含了按照2002年NAICS定义的诸如分销商、证券交易商和进出口商等批发商。

这些数据实际上被交易者和投资者所忽视——这样做是正确的，因为它们并没有揭示新的有关经济的信息。但是批发贸易存货确实占到企业存货总额的1/4，是GDP的构成部分。换言之，在任何给定季度，存货变化都是GDP增长的限定部分。经济学家使用批发贸易存货数据来帮助预测企业存货总额，该数据在三到五个营业日后公布。

NAICS

NAICS——在经济学用语中发音与“蛋糕”（cake）有点类似——代表的是北美行业分类系统，取代了SIC或称标准行业分类编码。从历史上看，SIC自从在20世纪30年代被初次制定以来，大约每十年进行一次更新。转变为对NAICS的使用最初是在1997年4月8日由管理和预算办公室公布，这一分类系统所涵盖的内容更为广泛。除了确定新的行业，新分类还试图用更符合经济原理的方式对系统进行重新调整。NAICS按照所进行生产活动的类型对行业进行划分，而不是像SIC那样同时基于生产和市场类别进行划分。服务行业的分类变得更为详细。这一重新定义的系统与加拿大和墨西哥具有共同性，从而使这三个北美自由贸易协定的贸易伙伴的数据具有可比性。人口普查局自20世纪90年代末开始使用NAICS，到2005年，联邦政府所有的主要统计机构均已转而使用这套体系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显而易见的是，NAICS 在高科技部门创造了新的行业分类：光纤电缆制造、卫星通信和计算机软件复制业。它还创造了一些非高科技行业：提供住宿和早餐的旅馆、环境咨询、仓储会员店、宠物用品商店、信用卡发行以及节食和减肥中心。NAICS 将经济分为 20 大行业——是 SIC 体系的两倍。

商业销售额和存货

人口普查局在每个月结束后的六到七周发布商业销售额和存货数据。商业销售额是制造业出货、零售额和已在该月早些时候发布的批发贸易销售额之和。因此，该报告中销售额部分的数据是旧的。尽管零售贸易存货是第一次被报告，但仅有部分商业存货数据是新的。它们与第 3 章中讨论的零售额数据相对应。

市场反应

市场对该报告的反应是温和的，但当处于商业周期拐点，某些金融市场交易者对其的反应可能会更明显。在经济低迷期，存货的积累意味着生产商将不得不处理不必要的存货，生产将受到影响。生产的下降对债券市场参与者而言是好消息，因为这表明可能出现经济衰退和利率的下降。但对于股票市场参与者或追求强势美元的外汇市场交易者而言，生产的下降则不是个好消息。经济疲软意味着乏善可陈的利润。低利率预示着流向美国的资本减少，对美元的需求下降。

存货清算则预示着未来库存的重建以及产量的增加。债券市场参与者会不大高兴，因为利率上升，债券价格下跌。相反地，股票市场参与者将产量的潜在上升视为利好消息，因为公司利润将上升。类似地，外汇市场交易者也希望看到经济的上升势头和美元的升值。

注意！

报告中的绝大多数数据都已经被分解和剖析过好几次了。很难再发现新的数据异常。而报告中唯一新的部分与零售贸易存货相关，因此可以关注一下零售存货总额与扣除汽车的零售存货的差别。汽车存货的大幅增加可能预示着汽车生产的下降或可能的销售折扣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报告会引起关注的另一个时点是当经济分析局发布包含部分存货估计数据的先期 GDP 估计值的时候。一旦你知道经济分析局对存货变化的假设以及实际月度存货变化，你就可以对只有在下一次数据发布时才会获知的可能的 GDP 数据修订情况进行估计。

建筑支出

人口普查局在每个月结束后的大概第五周发布建筑支出数据。这些数据会在随后的几个月进行大幅度修订（修订幅度大于耐用品订单），数据很可能会从正变为负，再变回正。就像耐用品订单一样，建筑支出也可分解为更小的类别来进行描述：私人住宅建筑、私人非住宅建筑和公共建筑。（对公共部门将在第 6 章进行讨论。）如表 4—2 所示，信息的发布使用当期（未经通货膨胀调整的）美元。像多数经济指标一样，数据经过了季节性调整和年化。

在过去，非住宅建筑支出呈现出一定的顺周期性。但它们落后于经济的其他部门，也就是说，非住宅建筑支出会在整个经济复苏之后才开始恢复。在 1981—1982 年衰退之后的经济扩张中，非住宅建筑在复苏初期迅速增长，部分原因是 1981 年税法的实施。税法变化对非住宅建筑投资的潜在影响与利率变化所带来的影响一样大。在 1990—1991 年衰退之后，再也没有出现过非住宅建筑在复苏早期的迅速恢复。从 20 世纪 80 年代末开始直至 90 年代后半期，过度建设削弱了非住宅建筑的增长。但随后，非住宅建筑呈现出稳定增长的态势，直至 2001 年经济陷入衰退。直到 2005 年初，非住宅建筑支出仍未从 2001 年的衰退中恢复过来。顺便提一下，非住宅部门的衰退在 2003 年，即整个经济于 2001 年陷入温和衰退后很久才结束。

历史数据显示，住宅建筑支出的变化是逆周期的，也就是说，住宅建筑支出会在商业周期接近谷底、利率水平相对较低的时候上升。从 1980 年起，住宅建筑和商业周期的联系变得更为紧密。它的复苏比整个经济的复苏更早一些，因为当市场对资本设备的需求偏低或下降，以及美联储通过宽松货币政策提振经济时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率会保持在较低的水平。尽管建筑支出对利率变动高度敏感这一观点是毋庸置疑的，但由于潜在购房者现在经常会在可变利率贷款和固定利率贷款之间择其优者，利率的作用在一定程度上被减弱了。在过去，消费者只能选择 30 年期的固定利率抵押贷款。而现在他们则可以在高利率阶段购买房屋，因为他们知道当利率下降的时候，再融资是一个非常容易且可行的选择。在 2001—2005 年间，低利率水平使得住宅投资达到了令人瞠目的水平。

表 4—2　　按最终用途划分的已建设完成建筑价值（SAAR）

	月度百分比变化		
	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
建筑总额	0.4	1.0	0.9
住宅	−0.3	1.4	1.6
非住宅	1.3	0.5	0.1
出租房屋	2.5	−1.1	−5.0
办公室	2.7	0.1	0.8
商用	0.5	0.1	−1.8
医疗保健	−0.9	1.2	−1.8
教育	−0.8	0.4	0.4
宗教	−3.7	0.1	2.5
公共安全	−8.1	6.0	0.3
娱乐及休闲	−1.9	−0.3	−0.4
运输	4.2	−1.4	−2.7
通信	6.3	−3.6	5.0
电力	3.0	−0.1	1.9
高速公路和街道	4.7	2.2	0.8
污水及废物处理	0.8	0.3	−0.3
供水	−7.3	0.0	1.7
保护与发展	−2.8	−7.0	−9.1
制造业	7.9	7.8	7.0
私人建筑总额	0.3	0.9	1.3
住宅	−0.2	1.3	1.7
非住宅	1.4	−0.1	0.3
出租房屋	2.5	−3.0	−3.2
办公室	1.9	−0.3	0.8
商用	0.5	−0.5	−1.6
医疗保健	−1.8	2.3	−2.8
教育	2.6	−2.7	−2.1
娱乐及休闲	−3.7	−0.1	2.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	月度百分比变化		
	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
运输	2.9	−4.4	0.4
通信	−0.4	−0.2	1.8
电力	7.1	−3.9	5.2
制造业	1.5	1.6	1.6
公共建筑总额	0.7	1.3	−0.3
住宅	−9.8	6.9	−4.6
非住宅	1.1	1.1	−0.1
办公室	4.7	1.1	0.8
商用	1.3	8.7	−4.8
医疗保健	2.5	−3.0	2.1
教育	−1.6	1.0	0.9
公共安全	−8.5	6.8	0.6
娱乐及休闲	−5.9	3.4	−1.1
运输	5.8	−1.8	−4.2
电力	7.9	−5.7	3.0
高速公路和街道	4.7	2.3	0.8
污水及废物处理	1.0	0.1	−0.4
供水	−7.1	0.9	2.2
保护与发展	4.5	−7.0	−11.2

资料来源：人口普查局和哈弗分析。

市场反应

整体而言，金融市场参与者忽视建筑支出数据，因为这些数据不稳定且经常修订。与金融市场参与者密切关注的耐用品订单数据不同，建筑支出属于旧信息。它们不存在任何经济先行指标的元素。尽管住宅建筑在经济衰退期会早于经济其他部门出现回升，在经济扩张期会早于其他经济部门出现增长放缓，但包含相同信息的其他经济指标会更为及时地发布。例如新屋开工，大概会早于其三周发布。

注意！

应该关注私人非住宅建筑的增长模式。经济分析局直接将这些数据计入 GDP 中，尽管它们会经过频繁的修订。如果明白了这一点，你就不会对 GDP 中这一部分的变化感到吃惊。另外，这些数据也可以帮助你破译 GDP 修订的变化方向。在编制 GDP 的先期报告时，经济分析局并不拥有全部数据。因此分析师必须要对每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一季度的最后一个月做一些假设，这些假设都可以从公开渠道获得。这样，当实际数据被公布时，你就可以对数据进行修订。最后要说的是，这些统计数据是唯一可获得的关于非住宅建筑的月度数据——只有这些数据，没有其他。

和关注非住宅建筑支出的理由一样，你也应该关注住宅建筑。住宅建筑的增长模式也会直接影响 GDP。关注其月度变化模式能够帮助你在季度数据发布之时对住宅投资支出进行衡量。其他对房地产业状况进行衡量的房屋统计数据（将在随后部分进行描述）的发布更为及时，并且修订幅度通常也较小。

新屋开工和建造许可证

新屋开工是房地产活动一个很好的月度指标。人口普查局在每个月的第 12 到第 14 个营业日之间发布新屋开工和建造许可证数据。建造许可证被认为是新屋开工和整个经济的先行指标，被包含在经济咨商局先行指标指数中。但实际上，新屋开工和建造许可证的月度变化往往相一致，极少出现建造许可证显著领先于新屋开工的情况。从 2004 年起，新屋开工和许可证数据来自美国需要建造许可证的 20 000个地区。

新屋开工和建造许可证包括单户住房和多户住房。如图 4—4 所示，单户住房开工数占到了总数的大部分。历史数据显示，单户住房开工数对利率变化的敏感程度要高于多户住房开工。多户住房单元，包含联排别墅、托管公寓和公寓楼，也会受到住房补贴、税法变化和投机性投资建设的影响。如果说房屋建造许可证领先于新屋开工，那么所指的是多户住房部分。新屋开工被定义为“住宅建筑地基的挖掘开始”。如果用简单的语言表示，新屋开工是指破土动工的第一铲子，此时还没有开始垒砖。

人口普查局在 1992 年 10 月发布 9 月份数据的时候对新屋开工的定义进行了扩充。按照人口普查局的统计学家所说，修订后的定义也包括了完全在现有地基上进行重建的住宅。[3]一个失去了诸如屋顶等上层结构部件的房子，将不能被计为新屋开工。定义的改变是源自于自然灾害后房屋的重建。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

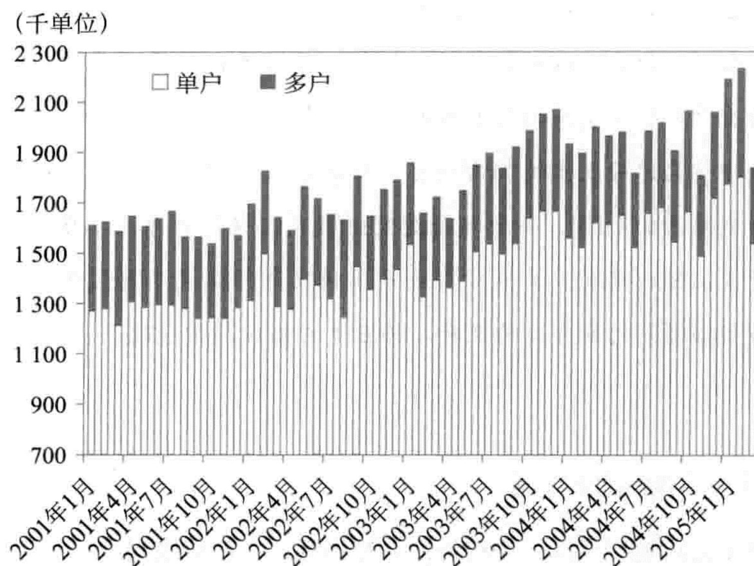


图 4—4　新屋开工

说明：多户住房建筑所占比重在 2001—2004 年间相对稳定。住房增长的大部分来源于单户住房。
资料来源：人口普查局和哈弗分析。

多户住房可以划分为两部分：包含两至四个居住单元的房屋，以及包含五个及以上居住单元的建筑。后者所占比重更大。另外，新屋开工和建造许可证的地区数据也可获得。

市场反应

固定收益市场参与者将新屋开工数的增加视为不良信号，因为这预示着经济的增长。新屋开工会推低债券价格，推高收益率。当新屋开工数下降，债券和货币市场交易者将其视为利好消息，因为这意味着债券价格的上升和收益率的下降。

相反地，新屋开工数的增加对股票市场专业人士而言是利好消息。经济的稳健发展意味着潜在强劲的公司利润。类似地，外汇市场专业人士希望看到新屋开工数的增加，因为这将会带来较高的利率水平。尽管利率上升对债券市场专业人士而言不是一个好消息，但对于外汇市场却是一个正面因素，因为它会推高美元的外汇价值。新屋开工数的下降预示着股票价格的下降和美元的贬值，因为它表明国内经济增长乏力。

金融市场对新屋开工数据的反应不如对其他数据那么强烈，但当它的变化显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著并且与市场心理相一致时，就会对市场产生影响。新屋开工通常会先于经济走出衰退，因此当处于商业周期拐点时——在经济复苏的早期阶段当市场参与者评估经济复苏力度和幅度的时候，以及在经济扩张顶点当市场参与者预测房地产活动的下降时，它们被密切监测。当处于扩张或衰退的中间阶段，新屋开工得到的关注并不多。在 2001—2005 年间，住房部门在经济发展中起到了重要作用，而新屋开工往往是市场的推动因素。

注意！

应独立于多户住房市场单独来看单户住房市场的增长。单户住房市场反映的是消费需求，而多户住房市场则更多反映投机需求。单户住房新屋开工的月度数据更为稳定。历史数据显示，“特殊因素”经常会影响多户住宅（而不是单户住宅）部分。在 20 世纪 70 年代和 80 年代早期，房屋补贴提高了新屋开工总量，但多户住房的新屋开工数量随后大幅下跌。税法的变化主要影响以投机或投资为目的的公寓房购买者，而不是以居住为目的的购房者。80 年代中期税法的变化使得投机性房屋的投资利润降低，进一步导致了多户住房开工数的降低。

人口因素，如人口的年龄、婚姻和家庭状况起着非常重要的作用，对住房建设总量有长期影响。这些因素不一定会每月变化，但会在一定时期内发生变化。如果人口结构发生变化，20 世纪 70 年代末的住房市场繁荣在 90 年代初至中期就不可能会再现。人口统计数据的变化再次证明了过去十年强劲的住房需求。房地产市场专家注意到，新家庭每年需要 120 万个额外的住房单位，每年大约有 40 万个废弃住房单位需要进行重建，每年有 30 万个住房单位作为第二套住房或度假用房屋被建造。这样一年的总数就是 190 万个住房单位。在 2004 年，房屋开工数量是 195.2 万。2005 年前四个月的增速更快，预示着过度建造时期的到来。[4]

看完了按照建筑类型进行划分的数据，如果新屋开工数出现了意外上涨或大幅下跌，你还需检查数据的地域性分布。新屋开工有很强的季节性，在冬天美国很多地区的施工将会暂停。出于这个原因，冬天某个月份开工数的大幅上升就很可疑了，尤其是在中西部或东北部。类似地，在夏天，多雨的 7 月也会使房屋开工数下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天气的变化莫测会导致房屋建造许可证的增长高于新屋开工数。如果坏天气阻碍的是房屋建设，而不是文件审批，那么建造许可证当月的增加将预示着新屋开工数在随后月份中的上涨。多户住房建设会带来多米诺效应：承建商在 7 月获得了一幢包含 50 个公寓单位的大楼的建造许可证，但大雨阻碍了开工挖掘，直至 8 月才正式开工——这幢 50 个住房单位的大楼对应的新屋开工数量为 50。

人口普查局的经济学家很清楚天气变化会扭曲经济行为，但他们却没有任何办法对其实际效果进行分析。一位身份未经证实的官员曾说过："每隔一段时间我们就会联系气象服务局来了解某一区域是否出现了特殊的天气状况。"[5]

还需要关注住房统计数据的细节，区分长期趋势和一次性变化。当出现预期之外的增加或减少时，就要检查变化是否基于不同的地区或种类（单户住房和多户住房）。仅发生在单一地区的开工数增加或许表明了该地区的经济强劲，也暗示了其他地区经济的疲软。经济活动的地区差异可以很容易从住房领域的活动中看出来。例如，在 2004 年，中西部地区的新屋开工数下降，但国内其他地区的新屋开工数上升。中西部地区的新屋开工数能否作为经济的先行指标？还是这一地区的商业活动和住房需求与其他地区相比疲软？

无论你是对总的住房活动还是地区住房活动感兴趣，都不能只看一个月的住房数据：这些数据由于以上讨论过的原因，可能存在较大的月度波动。但要注意的是很多月度变动都是噪声值。人口普查局报告新屋开工在 2005 年 2 月小幅上涨 0.5%至季节性调整年化水平 2 195 000（上下浮动 9.4%）——而在 90%的置信区间，开工率的范围是 1 989 000～2 399 000。人口普查局指出，如果给定范围内包括零，则意味着该月水平与上一月的水平没有显著差异，他们警告说可能需要花费六个月时间来确定新屋开工总数的潜在趋势。[6]

你知道吗？

20 世纪 90 年代末的股市泡沫是否引起了始于 2000 年并且在 2005 年本书写作时仍在持续的房市泡沫？这一问题被广泛讨论。以名义美元衡量的住宅建筑支出自 1991 年跌至低谷以来已经增长了三倍。而名义 GDP 在这一时期仅增长了一倍！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低利率环境加之对股票投资失误的担忧促使消费者对房产进行投资。但不管是否真的存在房地产泡沫，大量的房地产泡沫故事已出现在了 2004 年和 2005 年的报纸和杂志上。

新单户住宅销售

人口普查局在每个月结束后的第 17 至第 20 个营业日之间发布新的单户住宅销售数据。销售数据经过季节性调整和年化调整。报告发布已销售房屋、待出售房屋和当月未售房屋的数据。新房屋在签订销售合约或接到存款后被视作已出售。人口普查局指出，房屋可以处于建设的任何阶段，从未开工至已完工。新房屋中的约 1/4 是在完工后出售的。

对单户住房的分析不会出现太多问题，但如果关注不同地区的销售水平，你会发现一些地区差异的存在。例如，在 2004 年，新屋销售总额上涨了 9.8%，但销售在西部（12.2%）和中西部（11.3%）最为强劲，随后是南部（8.6%）和东北部（4.1%）。

报告中的其他信息包括新屋销售价格的中位数和平均值。当价格上升，可以预期房屋销售将会下降，因为上升的价格使得潜在购买者更难进入市场。但是上升的房屋价格预示着房产的升值——这会使房主的财富水平上升。因此，当价格上升时潜在的购买者会对购买房屋更感兴趣，因为他们可以从房屋的升值中获益。但在某些时候，上升的价格会限制购买者的负担能力，使年轻的购买者无力购买（见表 4—3）。

表 4—3　　来自每月新屋销售报告的数据（SAAR）

	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
新单户住宅销售：总额（SAAR，千）	1 304	1 173	1 226
东北部	103	83	68
中西部	248	162	238
南部	533	592	610
西部	420	336	310
待出售新单户住宅：总额（SA，千）	412	419	423

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	2004年10月	2004年11月	2004年12月
待出售新单户住宅：当月供给（SA，比率）	3.8	4.3	4.1
新单户住宅：销售价格中位数	229 200美元	224 500美元	230 200美元
新单户住宅：平均销售价格	289 600美元	283 200美元	284 100美元

资料来源：人口普查局和哈弗分析。

市场反应

新单户住宅销售数据在每月晚些时候发布——大概在新屋开工数据发布两周后，因此金融市场参与者对它的反应非常有限。房屋销售通常与单户住宅开工数量同向变动，因此如果在任一月份后者已经告诉市场参与者住房需求上升或下降，房屋销售数据就不那么重要了。但当（债券）市场处于熊市时，债券投资者会将房屋销售的增加视作对利空消息的一种确认。要记住的是，房屋销售反映住房需求。新屋开工也反映需求，但是在一个蓬勃发展的市场，投机性建筑也成为一个影响因素。因此，当经济活动运行不畅时，房屋销售下降可能会在新屋开工数量下降之前发生。

注意！

将新屋销售和未售出新屋存量相结合，可以预示未来房屋建设情况。如果房屋销售强劲上扬，未售出新屋存量下降，则表明需要补充新屋供应，新屋开工数量将会在随后的几个月内上升。相反，如果新屋销售下降，未售出新屋存量上升，则预示着在未来几个月新屋建设将会下降。

就像新屋开工一样，房屋销售往往在经济处于拐点时更有意义。例如，当利率水平很低，接近于商业周期的谷底时，房屋销售的复苏可能会早于其他经济部门。

关注预期外的大幅变化。房屋销售往往和新屋开工有着相同的季节性变化模式。因此，冬季不寻常的温暖天气会带来临时性的房屋销售激增，尤其是在中西部或东北部。类似地，在春季或夏季不寻常的多雨季节会导致房屋销售的临时性下降。此外，将房屋销售数据与新屋开工数据以及当前的抵押贷款利率水平结合起来进行分析将是非常有益的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你对更多的房屋信息感兴趣吗?

人口普查局在受住房和城市发展部资助的报告中发布活动房屋（以前被称为移动房屋）出货的月度数据。这些数据的发布存在两个月的滞后；1 月份的数据要到 3 月底才能够获得。它不是一个市场走势的经济指标，但房地产投资者和住房相关行业的股票投资者会发现这一信息很有用。

现房销售

全国房地产经纪人协会（NAR）在每月结束后的第 16 至第 20 个营业日之间发布现房销售数据。发布的现房销售数据经季节性调整和年化调整。在 2005 年，NAR 对现房销售进行重新定义以包括（有独立产权的）公寓、（没有产权的）合作公寓以及单户（独立）住宅，并提供了三年的历史数据。在 2004 年，（有独立产权的）公寓和（没有产权的）合作公寓销售额约占现房销售总额的 12%。与一旦签订销售合约就计入销售额的新屋销售不同，现房销售只有当销售合约履行完毕之后才会计入。抵押贷款过程常常会花费四至六周完成，所以房屋转售一般会涉及在一个或两个月前签订的合同。

报告发布已销售房屋、待出售房屋和当月未售房屋的数据。而对于现房销售而言，供给几乎是无限的。从技术上讲，只要给出合适的价格，任何人都可能决定出售他（或她）的房屋，即使当时房屋并没有正式在市场上出售。现房销售、单户住宅销售、（有独立产权的）公寓和（没有产权的）合作公寓销售的销售价格中位数如表 4—4 所示。

表 4—4　　来自每月现房销售报告的数据（SAAR）

	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
现房销售，总额（SAAR，千）	6 840	6 980	6 810
东北部	1 140	1 130	1 090
中西部	1 570	1 550	1 470
南部	2 640	2 550	2 650
西部	1 640	1 580	1 590
价格中位数	185 400 美元	188 100 美元	188 900 美元

资料来源：人口普查局和哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场反应

房屋销售数据在发布的时候对市场而言已经是过时消息了，它们往往与新屋开工的变动方向相一致。尽管如此，金融市场参与者可以将房屋销售的增加或减少视为对市场利好或利空消息的一种确认，而究竟是利好还是利空取决于他们是债券市场投资者还是股票市场投资者。

注意！

现房销售数据像新屋开工数据一样，往往在经济处于拐点时更有意义。当利率水平很低，接近于商业周期的谷底时，现房销售的复苏可能会早于其他经济部门。关注超出预期的大幅变化。房屋销售往往和新屋开工有着相同的季节性变化模式。因此，冬季不寻常的温暖天气会带来房屋销售临时性的大幅上涨，尤其是在中西部或东北部。类似地，在春季或夏季不寻常的多雨季节会导致房屋销售临时性下降。此外，将房屋销售数据与新屋开工数据以及当前的抵押贷款利率水平结合起来进行分析将是非常有益的。要牢记现房销售与新屋销售的变动并不一定一致，因为它们的定义不同（已签订合约的销售额与已完成合约的销售额）。

成屋待完成销售指数

NAR 大致在对现房销售数据进行重新定义以包括（有独立产权的）公寓和（没有产权的）合作公寓数据的同时，他们开始发布一个新的指数，称为成屋待完成销售指数。每个月的第一周会发布一个月前的数据。因此，2 月份的数据在 4 月发布。NAR 开发了这一指数，将其作为住房活动的先行指标。它是现房销售而不是新屋销售的先行指标。待完成销售是指合约已签订，但尚未履行完毕。完成一个合约销售一般要花上四到六周的时间。

你对更多的房屋信息感兴趣吗？

全国房地产经纪人协会发布住房负担能力的季度报告。指数衡量了中位数收入水平的家庭基于当前的利率，使用传统的住房 20%的首付，购买中位数价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格水平的房屋的能力。这一指数很好地衡量了住房负担能力，尽管大多数的新房主不再使用 20%首付来购买住房。

该指数在 2005 年 3 月第一次发布，尚未引起太大的市场反响。但随着时间的推移，它很有可能成为一个可靠的经济指标。新指数并不总是会受到市场的密切监测，因为市场参与者还不了解它们的内在价值。这一指数类似于抵押贷款银行家协会的购买申请指数，因为一旦签订了购买合同，人们就会希望去提交抵押贷款申请。但这一指数是针对现房销售，而 MBA 购买申请指数还包括了新屋在内。NAR 的样本显示，成屋待完成销售中的 80%会在两个月内完成，而剩余的 20%大多数会在三个月或四个月内完成。该指数很有可能成为现房销售的一个很好的先行指标。

NAHB/富国银行房屋市场指数

全国住房建筑商协会（NAHB）基于市场调查编制房屋市场指数，该组织的受访者被要求对整体经济环境和住房市场情况进行评价。房屋市场指数是以下不同扩散指数的加权平均：新屋当前销售、预期在未来六个月发生的新屋销售，以及新屋潜在买家流量。受访者的回复需要在两个尺度上进行评价：好、一般和差，非常高、高、平均水平、低和非常低。扩散指数的范围被设定在 0（差）和 100（好）之间，然后根据回复在该范围内变化。指数水平为 50 意味着来自房屋建筑商的正面或良好回复的数量与负面或不好回复的数量基本一致。显然，指数水平在 50 以上反映出房屋市场表现良好，而如果在 50 以下则反映出房屋市场表现不佳。

你仍然对更多的住房市场信息感兴趣吗？

人口普查局发布住宅空置和产权的季度报告。该数据在每个季度结束约四周后发布，涵盖了全美国和按照地区划分的出租和自有房屋空置率、美国房屋库存总量估计值，以及全美国和按照地区划分的住房拥有率。这不是一个凭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想象得到的市场运行指标，而是一个对房地产投资者而言非常有用的报告。

市场反应

该指数在新屋开工数据发布的前一天发布，因此获得了一定的市场关注。但是，在新屋开工数据发布的同一周里有太多的指标发布，因此它又经常被忽视。与大多数在美国东部时间上午 8 点半或 10 点发布的指标不同，这一指标是在下午 1 点发布的。下午发布的数据不会得到像上午发布的数据那样多的关注（美联储相关新闻除外）。或许是交易者在下午没喝咖啡因不够精神吧。

本章要点

- 投资指标的主要共性是具有波动性。
- 投资数据被很频繁地修订。确定你所关注的是数据的趋势而不是一个月的变化值。
- 与对追踪消费领域或通货膨胀的经济指标的反应相比，金融市场对投资指标的反应要有所克制。
- 只能监测有限数量指标的投资者会发现最好关注新屋开工以及制造商出货、存货和订单数据。
- 任何投资领域指标的上涨对股票和外汇市场而言都是好消息，但对债券市场而言是坏消息。强劲的经济数据会提升股票价格，但也会推高债券收益率。
- 任何投资领域指标的下降对股票和外汇市场投资者而言都是坏消息，但对债券市场投资者而言是好消息。经济疲软（或下降）的消息会导致股票价格下降，也会使债券收益率下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章

外贸部门

在 1980 年，美国的实际出口占到了实际国内生产总值的 6.3%，而实际进口占到 6%。美国的贸易收支为顺差，外贸部门并没有被视为美国经济的重要部门：美国和外国人之间的货物和服务贸易总额占 GDP 的 12.3%。

到 2004 年，实际出口占到了国内生产总值的 10.3%，而实际进口则达到了 15.7%。进口和出口占国内生产总值比重的共同增长表明，现在外贸部门的重要性比 25 年前大大提高了。它们对国内生产总值的贡献已经是 25 年前的两倍还多（26%）！贸易的增长势头继续保持强劲，并且表明在过去的 25 年中美国已经发展成为一个更为开放和全球化的经济体。现如今，美国的消费者和企业所购买的货物和服务中大约有 1/7 来自于外国人。因此，2004 年的贸易收支呈现逆差态势，这也是过去 20 年中的普遍现象。尽管外贸部门与美国市场的相关性有所增强，但能够凸显国际贸易统计数据的经济指标数量却非常有限。

本章将针对金融市场参与者、媒体和政府决策者仔细研究的两个国际贸易统计数据进行讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月度指标

美国货物和服务国际贸易

人口普查局和经济分析局在每个月结束的六周之后发布货物和服务贸易收支。数据经过季节性调整，同时以当期美元和经通货膨胀调整的美元来计量。数据未被年化处理，但可以通过将每个月的数值乘以 12 来得到年化值。货物和服务总量的报告是基于国际收支平衡表（由经济分析局计算而来），但商品和国家的细节则是基于普查（由人口普查局编制）。出口的计算基于船边交货价（FAS）。这意味着运至出口港的运输成本被包含在内，但其他运输费用和装卸费用并不在其中。报告的进口数据则是基于海关价值。保险和运费（CIF），尤其是运费，并没有从中得到反映。海关价值是指在外国的港口实付或应付的商品价格。不包含保险和运费成本的进口数据降低了进口价值，因此会降低贸易赤字。但使用这种方法衡量贸易收支的主要原因是，运输成本被认为是一种服务，而不是一种货物。

根据人口普查局和经济分析局的报告，月度数据包括实际月份的交易，以及少量的上一个月份的交易。对数据的大幅度修订可能发生在任何一个月份里。每个月都会发布对数据的初步估计以及对前一个月数据的修订。直到 3 月、6 月、9 月和 12 月出现更多可用数据之前，被修订后的月度数据都不会再发生改变。而在这几个月份，会对六个月的数据进行修订。3 月份的报告包含对前一年所有月份的修订，并使经过季节性调整的数据与年度总额相一致。6 月份的报告则包含了反映源数据更新以及估计方法变化的年度修订。

国际贸易收支是每个月最晚报告的数据之一，不具有时效性。就大多数报告而言，政府公布的统计数据描述的是上一个月的交易，但有些情况下，报告描述的是两个月前的交易。也许是为了弥补时效性的欠缺，发布的报告所包含的信息非常丰富。人口普查局和经济分析局的报告共包含 18 个附表，如表 5—1 所示。可以肯定的是，为银行和投资公司工作的宏观经济学家很少会仔细研究每一个表格中的微小细节。有些表格没有什么用，其他的只是部分有用。作为一般规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律，经济学家们更喜欢讨论经通货膨胀调整的数据而不是当期美元数据，因为它们能够更好地描绘当前情况。但金融市场投资者对哪些信息感兴趣在很大程度上取决于惯例。金融市场上负责向用户提供经济数据的新闻服务机构已经学会将数据进行列表总结，从而方便其用户（经济学家和市场参与者）使用。在人口普查局和经济分析局提供的 18 个附表中，大约一半的表格与金融市场参与者直接相关。

表 5—1 月度国际贸易收支报告内容列表

经季节性调整	
附表 1	货物和服务国际贸易
附表 2	货物和服务国际贸易三个月移动平均
附表 3	按主要类别划分的美国服务贸易——出口
附表 4	按主要类别划分的美国服务贸易——进口
附表 5	美国货物贸易
附表 6	按主要最终用途类别划分的货物出口和进口
附表 7	按最终用途类别和商品划分的货物出口
附表 8	按最终用途类别和商品划分的货物进口
附表 9	货物出口、进口和余额，石油和非石油最终用途类别
附表 10	按主要最终用途类别划分的货物实际出口和进口（2000 年链式加权美元）
附表 11	货物实际出口、进口和余额，石油和非石油最终用途类别（2000 年链式加权美元）
未经季节性调整	
附表 12	美国货物贸易
附表 13	按主要最终用途类别划分的货物出口和进口
附表 14	部分国家和地区货物出口、进口和余额
附表 15	按主要国际贸易标准分类（SITC）商品划分的货物出口和进口
附表 16	先进科技产品的出口、进口和余额
附表 17	能源进口——相关石油产品（包括原油）
附表 18	部分国家汽车和零部件出口和进口
货物和服务信息	

资料来源：人口普查局和经济分析局。

首先，经季节性调整的数据总是优于未经调整的数据。在 11 组经过季节性调整的数据里，关注附表 1（基于国际收支平衡表的出口、进口和余额总结）、附表 5（国际收支平衡表数据和普查版本数据间的区别）、附表 6 和 10（以名义和实际美元计价的主要类别的细节总结），以及附表 9 和 11（以名义和实际美元计价的石油和非石油贸易）。在未经调整的数据中，关注表 14，它显示了不同国家的贸易流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量。国家详情部分给出了北美、欧洲、环太平洋地区、南美和中美洲、OPEC、非洲以及其他国家的信息。图 5—1 描绘了主要国家的贸易份额。出于政治因素的考虑，美国当前的贸易政策与国家详情密切相关。例如，学者对我们与日本和中国的贸易赤字表示担忧，但实际上我们对加拿大的贸易赤字与对日本的几乎一样大。美国与加拿大和墨西哥的贸易总额非常大。

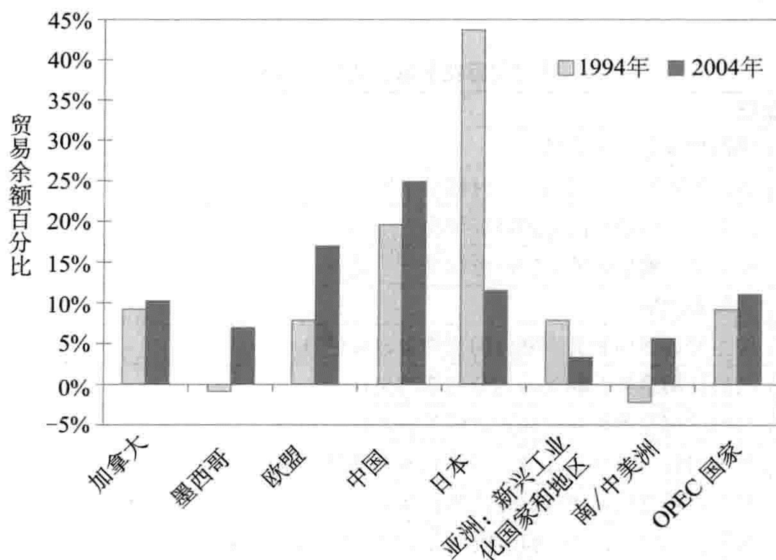


图 5—1 对部分国家和地区的贸易赤字份额

说明：要注意的是，在 1994—2004 年，相较于其他国家（尤其是中国）和地区，美国对日本的双边贸易赤字大幅下降。

资料来源：人口普查局、经济分析局和哈弗分析。

监测经通货膨胀调整的数据更为有用，因为美元外汇价值或不同货物价格的月度波动会掩盖其潜在的变化趋势。例如，大幅变动经常会来自于油价的变化。由于其在商品进口总额中的相对份额巨大，任何月份油价的大幅上涨或下跌都很容易导致贸易余额月度数据发生数十亿美元的变动。在 2004 年，月度贸易逆差均值为 515 亿美元，而月度石油贸易逆差的均值为 137 亿美元。

商品详情将总出口和总进口商品划分为农产品、工业制成品、矿物燃料和其他类别。也可按照商品的最终用途分为以下类别：食品、饲料和饮料；工业用品和材料；不包括汽车的资本品；汽车及零部件；不包括汽车的消费品；以及“其他”。每一组都按进口和出口进行分列。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而服务贸易部分则包括对旅游、客运费、其他运输服务、专利费和许可费、其他私人服务、美国军售合同项下转移（仅出口）、直接国防支出（仅进口），以及美国政府杂项服务的出口和进口需求。旅游和其他私人服务是服务出口和进口的主要构成部分。其他私人服务类别包括众多项目，如教育、金融、医疗和广告服务。

要注意的是，服务贸易余额的月度数据是相当稳定的。这是因为月度数据无法获得，因此经济分析局必须基于季度、年度和基准调查对数据进行估计。只有部分信息是每月产生的。因此，贸易余额月度变动中的最大部分是来自于商品出口和进口的变化。顺便提一下，美国当前的服务贸易是顺差，但 2004 年顺差的大小只有 1996 年的一半。

报告细节可以让用户按照贸易余额的组成部分仔细研究其月度变化。贸易赤字的恶化是因为出口的下降还是进口的上升？是**消费者**购买了更多的外国商品还是**制造商**从海外购买了更多资本品？尽管进口的上升总会使贸易余额恶化，但资本品进口的上升优于消费品进口的上涨，因为前者能够提高该国的生产能力，而后者仅仅能提高当期消费。

众所周知，美国依赖石油进口——它占到了货物进口中的 11%。很多分析师关注扣除石油的贸易余额，但其他一些类别也可能会被扣除。在 2004 年，实际（经通货膨胀调整的）石油贸易进口总额为 1 388 亿美元。而汽车和零部件的实际进口总额在同一时期达到了 2 230 亿美元。我们为什么不把这一部分也扣除？事实是当经济学家从变量中扣除组成部分时，它们可能会有点不受控制。如果美国的政策目标之一是一个平衡的贸易账户，而且我们知道石油总是在进口总额中占有非常大的比重，我们是不是不应该降低其他类别，如资本设备和汽车的进口水平呢？（我们可能会也可能不会有这样的政策目标——我在这里只是想证明总是从贸易收支中扣除“特别因素”是没有意义的。）

对外贸易的性质使这一变量的月度波动很大。例如，美国出口飞机。而在任何一个月份里，对这样大型产品的购买都会扭曲数据（如耐用品订单和出货所示）。即使是石油的购买（非耐用品），往往也不平稳，因为制造商需要不时补充

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储备。使用贸易余额的移动平均值更为可行。

进口增长是顺周期的：即当国内经济扩张，消费者收入上升，他们更有可能花额外的钱来购买外国商品。保持其他因素不变，贸易收支在经济扩张期往往会恶化。当其他国家正经历快速经济增长，它们的进口（我们的出口）会以更快的速度增长。而我们出口的加速增长将引起贸易赤字的缩小或贸易盈余的扩大。全球范围内的经济体有时候同时经历经济扩张。在这种情况下，谁的出口和进口会以最快速度增长，取决于影响进口需求对收入敏感程度的若干因素。历史数据显示，美国居民的进口需求敏感度高于外国人的进口需求对收入的敏感度。因此，我们可以预测美国的进口增速会高于出口增速，美国的贸易收支将会恶化。

就像对任何商品或服务的需求一样，消费者和企业对进口的需求不仅仅取决于收入和商业周期，进口货物或服务的价格也会影响到对它们的需求。在以下两种情况下进口产品的价格会发生变化：货物或服务的实际价格上升或下降，美元汇率上升或下降。

美元相对于其他货币的交换价值也是影响贸易流量的重要因素。当美元升值，进口变得相对便宜，需求因此上升。与此同时，我们的出口对外国人而言变得更为昂贵，他们的需求往往因此下降。

现实生活中的情况可能更为复杂。当美元贬值时，外国公司的营销策略可能是保持价格坚挺，其产品实际上变得更为昂贵。相反，外国公司也可能在美元升值时使用同一种营销策略。在这种情况下，如果只是考虑美元汇率变化带来的影响，进口产品价格就不一定上升。在 20 世纪 80 年代中期，美元升值，因此外国人充分利用其竞争优势在美国建立其产品市场。商品贸易赤字在 1985 年 12 月达到顶峰。在早些时候，当美元价值在 1985 年中期开始下降时，经济学家们原本预期进口会因更高的进口价格而大幅下降，尽管会存在约一年的时滞。但进口商并没有急于提高价格，而是宁愿保住其市场份额。结果进口并没有因为美元贬值而下降，但增长速度明显放缓。美元的贬值确实使得美国的产品在海外更有竞争力，出口增长在 1987 年开始攀升。贸易赤字在好几年里都得以改善，但随后又扩大，直到 1995 年达到新的顶峰。从 1995 年开始（直到 2004 年），贸易赤字逐年扩大，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每年都达到新高，只有一年例外——处于衰退的 2001 年。

经济环境的变化大致存在以下基本规律。第一，进口需求与商业周期变动相一致，这意味着进口在经济扩张时增长，在经济衰退时下降。与此同时，出口与国外经济体的商业周期变动相一致，因此当我们的主要贸易伙伴处于经济扩张期时，对我国出口的需求增加，但当国外经济体陷入衰退时，对我国出口的需求减少或增长速度放缓。

第二个基本规律是，贸易流量对汇率非常敏感。只要外汇市场上美元升值，消费者和企业对进口的需求就会增加，因为进口产品变得相对便宜。另一方面，外国人对美国出口产品的需求降低，因为我们的货物和服务变得更为昂贵。美元价值的**下降**会减少我们对进口产品的需求，因为它们现在变得更贵了。美国的出口商受益于美元的贬值，因为它们的产品在海外变得更有竞争力。《彭博》(*Bloomberg*) 的专栏作家约翰·贝里在 2005 年指出，经济学家们发现“汇率变动对出口价格的影响与过去的实际情况相比要小很多，而对此进行研究的美联储经济学家们还不完全确定其中的原因是什么。”[1]

需要注意的是，在外汇（FX）市场上，美元对所有外汇汇率的变动不一定保持一致。美元兑欧元和日元的汇率在 2001 年底大致同时达到最高点，然后开始大幅贬值，直至 2004 年底。但是在同一时期，美元兑人民币的汇率保持不变，因为外汇市场上的人民币是固定汇率而不是浮动汇率。（在 2005 年年中，中国宣布人民币将不再钉住单一美元，转而参考一篮子货币，允许人民币在一个较窄的范围内浮动。）中国是向美国出口商品的主要国家，我们并未看到贸易赤字的减小，在过去几年中贸易赤字反而扩大，因为中国已经成为国际舞台上越来越重要的力量。

第三个基本规律也与价格相关。当美国产品的价格上涨速度超过外国产品，在美国市场和其他国家市场上对美国国内生产的产品的需求都会下降。因此，美国的通货膨胀预示着出口表现不佳。另一方面，其他国家和经济体的通货膨胀压力将会带来进口产品价格的上涨，从而导致进口需求下降。

市场反应

在 20 世纪 80 年代的大多数时候，金融市场参与者关注商品贸易收支净额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（期间一直为赤字），并对贸易余额变化做出反应。从 20 世纪 90 年代开始，市场参与者开始对数据进行进一步分解来获取更为复杂深入的细节信息。换言之，他们监测出口和进口的月度变化，甚至开始区分资本品和消费品的进口。

固定收益市场参与者希望贸易收支因出口疲软而恶化，因为这将预示着经济不景气。但是，他们不一定希望进口增加，因为那将会削弱美元的外汇价值。美元贬值将会带来通货膨胀压力以及出口需求的上升。

股票市场参与者希望贸易收支会因强劲的出口需求以及疲软的进口需求而得到改善。因为这标志着国内生产的强劲增长，也预示着国内销售和公司利润的上涨。唯一的要求是出口的增长不要强劲到给国内经济带来通胀压力。没有人喜欢通货膨胀。

外汇市场专业人士也希望看到因出口稳健增长而带来的贸易收支的改善。对出口的需求标志着对美元的需求，此需求独立于因为高利率所带来的美元需求。如果出口增速过快，固定收益市场参与者可能会担心经济扩张过程中的信用需求导致利率上升。外汇市场对国际贸易收支报告的反应比债券市场或股票市场都更为强烈。

你知道吗？

在 20 世纪 90 年代，美国在先进科技产品方面享有贸易盈余。但在 2004 年 11 月，美国在这一大类的贸易赤字创纪录地高达 58 亿美元——12 个月的贸易赤字高达 369 亿美元。与此相反，美国在“废料和垃圾”类别下出现贸易盈余，12 个月的总盈余为 84 亿美元。这一类别的出口比上一年增长了 31%。“实际上是垃圾，”穆迪公司首席经济学家约翰·朗斯基说道，“成为了美国增长最快的出口类别之一。”[2]

注意！

市场对数据的预期可以告诉你出口增加对市场是好消息还是坏消息，而对其的解释有可能会因其他经济指标而发生变化。当你在关注贸易赤字时，要注意一些特别的因素。第一，像之前所提到的，你首先应该确定贸易余额的变化是来自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于出口还是进口。第二，查看每一组数据序列的增长模式。某一个月进口或出口的上下浮动并不一定是问题，也不一定是新趋势的开始。因此应关注每一个数据序列（进口和出口）的三个月移动平均值。石油进口和农产品出口偶尔会导致月度波动。来自海外的汽车出货也可能导致数据的偶尔扭曲。但这些问题现在变小了，因为很多外国汽车制造商现在在美国进行制造。飞机出货也会时而促进出口。

当美元处于贬值状态，名义贸易收支会在其改善前先恶化。这种现象被称为**J曲线效应**。当美元贬值，经济理论认为我们将会出售更多出口产品，购入更少的进口产品。但是由于进口是用美元计价的，我们需要更多美元对当前的进口水平进行支付。假设美元在 3 月贬值 10%，消费者和生产者一般需要几个月的时间来基于贬值后的美元价值对其需求做出调整。与此同时，所有在 3 月购买的产品现在购买的话，将多花费 10%；美元贬值的最初效应将是使美国的贸易赤字恶化。相反地，当美元升值，经济理论认为我们将会购买更多进口产品。但是消费者和生产者会需要几个月的时间对美元价值的上升做出反应。出于这个原因，美元在 3 月份升值 10%会导致贸易支出的下降。在这种情况下，美元升值的最初反应将是改善贸易赤字。

这也是为什么使用通货膨胀调整后的数据来判断数据的潜在趋势是不会让你误入歧途的原因之一。对商品贸易余额进行通货膨胀调整之后，J 曲线消失了。

季度指标

经常账户

经常账户是对一国货物、服务和单方面转移的贸易余额的全面衡量，它被广泛应用于国际交易中国家相对优势和弱势的国际比较。经济分析局在每个季度结束后的约三个月发布经常账户信息。数据按照季度值发布（未经年化处理），但它们经过季节性调整。账户按照当期美元计值，不经过通货膨胀调整，而且从未以实际值被讨论过——这与国际贸易收支不同，人们会对以当期美元和实际美元计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价的国际贸易收支进行分析。

更具体地说，经常账户交易包括商品出口和进口、投资收入和支出、军事交易净额、运输、旅游，以及其他服务。单方面转移是估算交易。收支平衡表使用复式记账。因此，未以货物、服务或收入进行支付的货物或服务出口就成为转移支付。单方面转移的例子包括政府补助金和汇款，以及养老金。举例来说，如果一个公司为一位现在永久居住在外国的前美国居民支付养老金，那么这就是从美国账户到外国账户的转移支付。同样的道理，如果一个人之前在外国生活和工作，但现在永久居住在美国，他也可能会收到来自外国的养老金。这些加在一起就得到单方面转移的净差额。表 5—2 列出了经常账户的主要类别。

表 5—2　　**国际交易**　　单位：美元

	1960 年代	1970 年代	1980 年代	1990 年代	2000—2004 年
货物贸易余额	4 081.9	—10 383.3	—94 112.1	—173 912.9	—515 105.2
服务贸易余额	—896.6	2 169.7	9 473.9	68 295.8	59 834.4
货物和服务贸易余额	3 185.4	—8 213.6	—84 638.5	—105 617.1	—455 270.8
收入余额	4 877.0	14 762.1	26 361.0	19 213.3	21 734.4
单方面经常性转移，净额	—4 729.4	—6 863.2	—19 507.8	—33 123.7	—60 402.8
经常账户余额	3 332.5	—314.7	77 785.0	—119 527.4	493 939.2

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

市场反应

不是所有的金融市场参与者都会对国际贸易统计数据做出反应。实际上，直到 2004 年，股票市场和固定收益市场参与者都很有可能完全不理会这些数据。新闻都是旧的——至少是三个月前的过时信息了，而且报告里没有任何具有前瞻性的内容。但是经常账户赤字在过去几年中变得如此之大，以至于金融市场参与者开始关注赤字所带来的后果。像往常一样，市场参与者原本毫不担心，直到 2004 年美联储主席艾伦·格林斯潘谈及他的担忧：经常账户赤字增长如此之迅速，很有可能成为美国经济的一大问题。

外汇市场专业人士因为美元涉及其中而对国际贸易数据更感兴趣。如果经常账户收支恶化（赤字增大），则意味着美国企业和消费者从外国购买的商品和服务要多于外国人从美国所购买的商品和服务。这表明对外汇的需求将大于对美元的需求，引起外汇市场上美元贬值。如果经常账户收支改善（赤字减小或出现盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

余），则意味着外国人对美国商品和服务的需求要高于我们对外国产品的需求。在后一种情况下，美元将升值。

注意！

始终都要寻找那些会扭曲数据潜在趋势的特殊因素。在 1991 年，几个国家就海湾战争期间的军事硬件对美国进行偿付。数十亿美元的支付导致美国的经常账户在 1991 年出现 37 亿美元的盈余。而在 1990 年，美国的经常账户赤字为 790 亿美元。这些支付掩盖了经常账户的潜在趋势。美国的经常账户在这一时期由于商品贸易余额缺口缩小而得到改善是事实，但是美国仍然有相当大的经常账户赤字。

因为经常账户赤字是用名义美元计算的，而名义值至少会随通货膨胀而上升，因此最好使用经常账户余额占 GDP 的比重。这使得我们能够对不同时间的数据进行比较。例如，经常账户赤字在 20 世纪 80 年代大幅增长——经常账户余额占 GDP 的比重上升到接近 4%的高点。这一比重在 1999 年被超越并持续上升，在 2004 年底达到 6%，如图 5—2 所示。

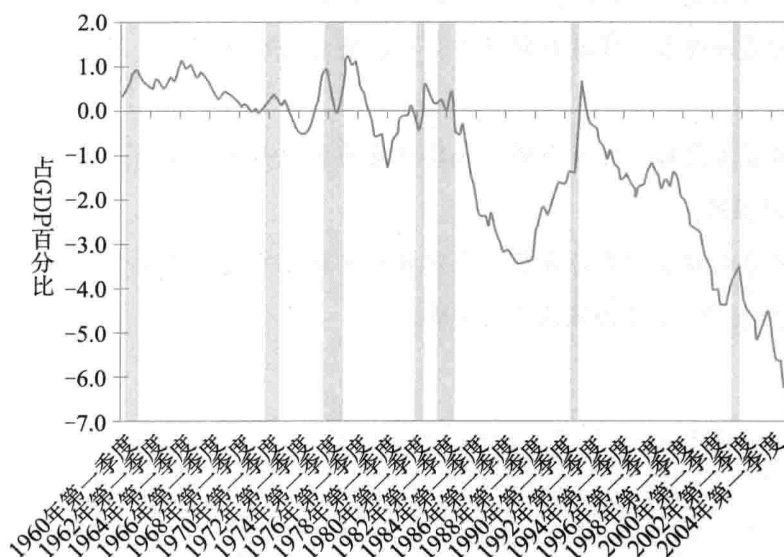


图 5—2 经常账户占 GDP 的百分比

说明：在 20 世纪 80 年代，美国经常账户赤字占 GDP 的比重很大，但毫无疑问的是，赤字在进入 21 世纪后急剧恶化。

资料来源：经济分析局和哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析经常账户的长期趋势，以评估美国和外国的相对竞争力。这些趋势也标志着我们的生活水平会发生何种变化。在 20 世纪 80 年代，贸易赤字和联邦预算赤字被称为“双赤字”。消费者、企业和政府支出导致了大量的赤字借款和储蓄不足。结果就是美国联邦预算赤字不得不依靠外国人提供的资金融通。这会对美国经济造成何种损害？这意味着利息要支付给外国人，而不是美国居民。资金离开我们的经济体，成为外国的收入。最终，高赤字支付带来的收入损失将导致国内生活水平的降低。

本章要点

- 从 20 世纪 80 年代起，美国经济对对外贸易的依赖程度稳步上升。
- 与描述其他经济部门的经济指标相比，描述对外贸易中货物、服务和资本支出的指标非常少。
- 外贸指标是所有经济指标中时效性最差的。
- 正的或者改善的贸易余额对外汇市场而言是利好消息，因为这意味着美元保持强势。
- 正的或者改善的贸易余额对股票市场而言也是利好消息，因为它预示着国内企业利润强劲。
- 正的或者改善的贸易余额对固定收益市场而言是利空消息，因为它预示着稳健的国内生产和通货膨胀压力的出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章

政府部门

政府对商品和服务的支出占国内生产总值的比重约为 18%。GDP 的这一类别不包括转移支付和流向福利项目的资金，如社会保障金、失业保险金，或食品券和住房补贴资金。就像在第 2 章中提到的，政府支出这一类别包括诸如办公设备、军事硬件或向提供服务的文职和军事人员支付的工资等项目。但是转移支付不计入 GDP，因为它们不代表商品或服务的生产。

政府支出与经济中的其他部门不同。消费支出和投资支出取决于收入和利率等经济因素，外贸部门则取决于收入、利率和美元的外汇价值。但政府对商品和服务的支出则不同，它并不直接取决于经济因素，因此，你无法使用分析其他经济指标上升或下降的经验法则来分析政府支出的增加或减少。例如，收入每增加一美元，消费者将花费其中的大部分。当可支配收入上升 1%，消费者支出很有可能会增加几乎相同的数量。

相反地，政府支出由财政政策决定。简而言之，财政政策指的是联邦政府对商品和服务的购买、收入或实物的转移支付以及确定税收政策的规划。政府或许会在经济衰退时决定增加支出以刺激经济活动，政府也可能在经济扩张时减少支出以避免通货膨胀的出现。但这些必须要由政府和国会来主动决定，不存在在经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济陷入衰退时自动增加政府对商品和服务的支出的机制，也不存在在经济扩张时自动减少政府支出的机制。财政政策影响经济增长。通过乘数效应，政府支出的增加最终将带来消费者收入和支出的增加。

虽然缺少对计入 GDP 政府支出部分的商品和服务支出的自动调节机制，但是政府有与商业周期变动相逆的自动调节机制。这些自动稳定器在联邦政府预算的收入和支出方面发挥作用。这些支出不被计入 GDP，因为它们是转移支付。例如，当经济陷入衰退，政府会支付更多的失业救济金，或发放更多的诸如食品券等形式的补贴给需要的人。与此同时，联邦政府国库也会遭受由于低收入和低公司税收带来的收入的下降。在美国的税收体系下，处于低收入阶层的个人缴纳更少的所得税。当工人由于每周工作的小时数或每年工作的周数减少而收入降低时，他们的所得税支出也会减少。

州政府和地方政府的税收收入也会在经济下行时减少，在经济复苏时增加。联邦政府并没有明确地将预算平衡作为工作方向，但州政府和地方政府则倾向于朝着这个方向来进行运作。事实上，在过去的 30 年里，除了个别年份外，州政府和地方政府预算都处于盈余状态。因此，当销售额和所得税收入在衰退期下降，在扩张期上升时，州政府和地方政府支出与商业周期的联系比联邦政府支出与商业周期的联系更为紧密。

通过这种方式，政府经济部门受到商业周期的影响——国会和政府确定他们是否希望通过增加公共部门支出来抵消私营部门支出的下滑。毫无疑问的是，决策制定过程面临滞后的困扰，支出的增加往往并不在人们最需要它的时候出现。很多人也许还记得 1975 年上半年福特总统的减税政策。其结果是，当国会批准减税法令以刺激消费支出和经济的时候，经济已经走出了衰退。许多经济学家认为，一个时机不当的财政刺激政策可能会引起或加剧通胀压力。令人感到奇怪的是，并不是所有的纳税人都对布什总统 2001 年 7 月和 8 月的减税法案表示支持。很多人认为减税法案不会对他们的经济生活产生影响，还有很多人认识到这并不是一个真正的税收减免，而是对他们未来收入的提前支付。尽管如此，这两个月中可支配收入的大幅上涨确实带来了个人消费支出的“小井喷”。而在 2001 年，税率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确实下降了，纳税人手中的边际增加资金或许也刺激了支出。整体而言，这一政策的效果并不大，但无论如何衰退差不多在那一年的秋天结束了。

当关注作为 GDP 构成部分的政府支出时，我们并没有太多可以揭示这一支出类别每个月变化方向的指标。不存在一个能够像其他指标那样告诉我们零售额如何与个人消费支出相关或商品贸易余额如何与外贸部门相联系的指标。但是有一些指标，一些我们已经在其他经济部门提及的数据的子类别，确实能够表明当期的政府支出情况。

与大多数的经济统计数据相反，在下面所描述的经济指标中，多数都没有被媒体关注，也没有被金融市场参与者密切监测。从联邦政策制定者，如美联储希望监测私营部门和公共部门的发展情况这方面来说，他们会密切关注被称作“隐藏指标”的数据。

唯一被金融市场参与者仔细研究的描述政府支出的报告就是联邦预算的月度预测，这将在第 11 章讨论。

隐藏指标

在就业报告中可以发现三个隐藏指标：建筑支出、耐用品订单和出货。

政府就业报告

每个月首先发布的经济指标就是就业形势。劳工部劳工统计局在每个月结束后的一周发布前一个月的就业形势。机构调查测量的是非农就业人口，包含了经季节性调整的联邦、州和地方政府的月度数据。

在机构调查中，联邦政府部分只包括联邦文职雇员。对于联邦政府而言，雇员报酬只是总购买中很小的一个部分。但就业人口的变化通常与 GDP 数据中联邦政府支出的变化相一致。在州政府和地方政府部分，雇员报酬是州和地方政府购买中很大的一个组成部分，因此就业形势的变化会对总支出产生显著影响。在州和地方政府层面就业形势的年度变化一般与以国内生产总值衡量的州和地方政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支出的变化相一致（见表 6—1）。

表 6—1　　政府雇员支出

	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
政府	21 700	21 706	21 700
联邦政府	2 723	2 728	2 706
联邦政府扣除邮政服务	1 940	1 946	1 940
美国邮政服务	783	781	766
州政府	5 007	5 015	5 020
教育服务	2 268	2 271	2 278
扣除教育服务	2 738	2 743	2 742
地方政府	13 970	13 963	13 974
教育服务	7 811	7 806	7 811
扣除教育服务	6 159	6 157	6 163

资料来源：劳工统计局和哈弗分析。

入户调查衡量的是总就业人口，它是计算国家失业率的数据来源，提供了军事就业人口的信息。但是这些数据现在不再和其他的住户数据一起出现在每个月的报告中。数据可以从劳工统计局每个月的“就业与盈利”出版物中获得。

直到 20 世纪 80 年代初，由于受到经济衰退和高失业率的困扰，劳工统计局仅定期发布平民失业率数据。在此期间，很多经济学家进行了研究，认为应该在月度劳动力统计数据中包含军人。实际上，就业和失业统计委员会早在 1979 年就已经建议做出这一调整。根据定义，所有军事人员都将被算作就业的劳动力。将这些数字与平民劳动力相加，将会给总失业率带来下行压力，因为你是将被雇佣的工人加入到劳动力中。包含军事人员的总失业率总是比平民失业率低 0.1～0.2 个百分点。将军事人员包含在其中的内在原因是，只要年轻男女还未签约，在这个部门工作就是一个可行的选择。尽管政府曾尝试强调使用总失业率而不是平民失业率，但没有任何效果。金融市场参与者和媒体继续关注平民失业率。最终，劳工统计局停止每月发布总失业率数据。

总而言之，就业数据是州和地方政府每月支出的一个很好的指标。尽管这些数据几乎被市场所忽视，但却能够成为经济学家们进行预测的有用工具。

注意！

你或许已经开始关注政府部门就业增长来辨别非农就业人口的增长是源于私

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营部门还是公共部门。尽管存在季节性调整机制，但政府部门就业在每个月的增长并不一定是平稳的。例如在选举年度，地方政府会雇佣额外的投票站工作人员，但这种变动只是暂时现象。如果教师在学年开始时罢工，将会影响地方政府就业，因为大量教师往往在每年的 8 月和 9 月回到学校——而季节性调整因子预期到这一情况。

政府部门就业的主要波动发生在每十年一度的人口普查年（1980 年、1990 年、2000 年等）。最近的一次人口普查是在 2000 年进行的，所以在 2010 年之前你无须担心这一情况。在任何情况下，普查工作人员都是在上半年被雇佣，从而提高非农就业人口的月度估计值。这些工作人员会在下半年被解雇，从而使非农就业人口的月度估计值降低相同的幅度。

除了月度数据外还要记得检查就业趋势变动。就像其他经济数据一样，增长水平或增长率的月度变化可能是不规律的。

公共建筑支出

建筑支出数据也会每月发布。你或许还记得在第 4 章里，人口普查局在每个月结束的五周后发布建筑支出数据。数据序列由私人住宅支出、私人非住宅支出和公共支出构成。

公共支出包括以下几个也可在私人建筑中看到的类别：办公建筑、商业建筑、医疗保健、娱乐和休闲、交通，以及电力。其中最大的组成部分是教育建筑、公路和街道。大多数的公路和街道建设是由州和地方政府资助的（即使它得到联邦政府基金补贴）。这一组成部分提供了每个月州和地方政府对建筑物的支出的相关线索。这些数据也被金融市场所忽视。但以经济学家的标准来看，在评估 GDP 中的州和地方政府对建筑物的支出时，这些数据是非常有用的。

注意！

公共建筑支出的细节并不一定每一次都有用。但是你需要经常检查对公路和街道的支出。这是公共支出中最大的类别之一，而且会由于天气和季节性调整问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题而表现出更大的波动性。

国防订单、出货和存货

耐用消费品先期报告与更为完整的制造商出货、存货和订单报告也包括国防领域的数据。国防订单和出货说明了对船舶、坦克和飞机的支出，它的月度数据具有极高的波动性。这些数据与国内生产总值中的政府支出数据之间并不相关。(为防止出现错误，我花了几年的时间来对数据进行跟踪!) 这些数据也被金融市场所忽视，但这样做是正确的。尽管我们可能会看到国防产品的订单、出货、存货和未发货订单的数据，但这指标可能是最没有用的。这在之前已经解释得够多了。

本章要点

- 政府支出增加对于固定收益市场而言是不利的，因为增加的借款需求会导致利率上升。高利率水平有利于美元价值而非股票价格的上升。
- 反映政府支出的隐藏指标不会影响金融市场，因为金融市场参与者并不对其进行监测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

通货膨胀

同一房间里的几个人对一件事情持有完全相同观点的情况并不容易发生。但如果你把一名债券交易者、一名股票交易者、一名外汇市场交易者，甚至几个经济学家集中在一起，他们会一致赞同通货膨胀是糟糕的这一观点。政府行政官员、美联储理事和国会都相信通货膨胀没有益处，这一观点也得到包括律师、医生、教师、零售商和家庭主妇等在内的消费者更为广泛的赞同。

事实上，大多数人都持有相同的观点：通货膨胀应该被消除。

尽管存在如此多的共识，但是那些在大众媒体阅读通货膨胀信息、传播通货膨胀信息，并似乎对这一话题非常精通的人们往往不是在讨论同一件事情。那么，通货膨胀到底是什么?

对通货膨胀的一种描述是“太多的货币追逐太少的商品”。经济学的描述没有这么简练，它将通货膨胀定义为整体物价水平的上升。当我还是一名银行经济学家的时候，一位银行客户打电话来询问通货膨胀。很显然，她并不知道通货膨胀的真正含义是什么。当我解释到通货膨胀是由价格上升引起的时候，她骂我跑题了，并怒气冲冲地问通货膨胀与价格有什么关系。

当我们讨论经济增长，我们将国内生产总值视为对一个国家经济活动的全面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衡量，并可以通过将其组成部分加和来对它进行描述。遗憾的是，即使我们可以将通货膨胀定义为价格水平的上升，也并没有一个简单的公式可以用来记忆，也没有一个大家都认可的可作为全面和可接受的行业标准的通货膨胀单一指标。取决于指数或被衡量的商品或服务，不同的通货膨胀率比比皆是。通货膨胀的衡量可以使用固定权重或可变权重。对商品价格、工资或服务价格进行分析不仅会得到不同的通货膨胀率，而且它们对市场环境的反应程度也有所不同。

有些商品价格对经济环境非常敏感，经济衰退或增长乏力就会导致它们下降。通货膨胀就会变成**通货紧缩**（deflation）。路透社—CRB 期货价格指数——一个商品指数——在 2001 年衰退前和衰退期间，即 2000 年 12 月至 2001 年 10 月期间暴跌了近 19%。经济衰退可能会影响工资和服务价格，导致其增长放缓。例如，工人工资年增长率从 6%降为 3%。就业成本指数，一个对工资通胀的衡量指标，在 2000 年（经济陷入衰退的前一年）第二季度上升了 4.5%，但在 2002 年（衰退结束一年后）年中上升了 3.4%。只要价格持续上升，通货膨胀就不会消失。这一价格的小幅上涨过程表明通货膨胀放缓。在 20 世纪 80 年代中期，当价格增长放缓，**反通货膨胀**（disinflation）这一术语变得流行。但如果仅仅是价格上涨速度放缓，那么这一术语仅表明通货膨胀放缓。CPI 在 20 世纪 80 年代上半期的平均年增长率为 6.6%，在 80 年代下半期为 3.7%，在 90 年代上半期为 3.5%，在 1995—2004年间为 2.5%。但这并不意味着通货膨胀被消除了，而仅仅是放缓了。真正的通货紧缩在价格全面下降时出现。美国最后一次经历长时间的物价通缩还是在 20 世纪 30 年代的大萧条时期。（在二战后，年度基础上的 CPI 微跌只出现过两次：1949 年和 1954 年。）

你知道吗?

在 2001 年，当核心 CPI（不包括食品和能源价格）的月度平均增长率为 0.09%，通货紧缩成为了一个热门话题。这导致美联储将联邦基金目标利率下调至 1%，是其 45 年来的最低水平！

在劳动力市场，只会出现通货膨胀率增长的放缓而不是工资的彻底下降，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为工资增长是合约化的，而且通常是制度化的。而且工资合约都是长期的，是基于过去的通货膨胀率来签订的。在进入 21 世纪之前，某人的名义工资下降是非常罕见的事情，更为常见的是商品价格的下降。在 20 世纪 80 年代和 90 年代，科学技术的快速变革导致诸如计算机、计算器和电视等商品价格的大幅下跌。在 2000—2005 年间，几家航空公司面临破产，其中飞行员和乘务员工会被迫接受了对其成员工资的削减。

你知道吗？

当工资年度增长低于价格年度增长时，**实际**工资将会下降。经通货膨胀调整的平均时薪在 1973 年达到顶峰后开始稳步下降。1994 年，实际平均时薪在 21 年来首次上涨，之后其增速在 20 世纪 90 年代和 21 世纪早期的大多数时间内都超过了 CPI 增速。就业成本指数——一个更好的雇员报酬指标——显示，从 1981 年起，除了 1987 年、1990 年和 1996 年，雇员报酬的年度增长都超过了 CPI 的年度增长。

通货膨胀的表现会因为产品（如商品与服务）间的差别而不同，计算出的通货膨胀率也会因为衡量过程存在差异而有所不同。CPI 和 PPI 是**固定权重**的通货膨胀衡量指标，这意味着每个月会对相同的一篮子产品进行分析。而链式 GDP 平减指数则是**可变权重**通货膨胀指标，即一篮子商品和服务的价格计算取决于当季的生产情况。

为什么通货膨胀是糟糕的？

我们都赞同通货膨胀是糟糕的这一观点，但为什么呢？事实上，通货膨胀并没有伤害任何一个人，所以每个人都视其为洪水猛兽就很让人感到疑惑了。但是我们很容易就可以看出通货膨胀如何伤害社会大众。价格的上升会降低购买力。例如，当每加仑汽油价格上涨 10 美分，每周加 10 加仑汽油就意味着你要多花费 1 美元——并不是大数额，但也足够买个糖棒或者在吃饭时买杯饮料了。在 2002—2004年间，汽油价格上涨了一倍——对消费者预算产生了显著的影响。与那些工资随通货膨胀上涨的个人相比，固定收入人群受通货膨胀的负面影响更大。如果你的工资每年上涨 3%，而消费者价格每年上涨 3%，那么对你而言情况没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变好也没有变差。但如果你的工资没有上涨或上涨幅度小于消费者价格总水平，那么消费者价格的上涨将会降低你的生活水平。

通货膨胀会造成经济的不稳定和经济决策的扭曲。债务人喜欢通货膨胀。借钱购买住房的消费者和贷款完成学业的学生在偿还贷款时所支付美元的实际价值要低于借款时的实际价值。此外，由于他们的工资随通货膨胀而增加，他们每月偿还贷款的负担也变得不那么沉重了。国会应该也会喜欢通货膨胀。因为通货膨胀会促使人们进入更高的税级，这样不需要实施会遭到选民反对的新税法也能够增加税收收入。但是20世纪80年代的国会税收改革开始推行税收指数化以避免通货膨胀引起的“税级爬升”，降低了税收收入。债权人是出现预期之外的通货膨胀时最主要的损失者，因为债务人偿还的价值低于借款时的价值。公司养老金不经过通货膨胀调整，但社会保障金支付每年都根据CPI进行调整。

在通胀加剧的时期，消费者和企业可能会购买他们实际并不需要的东西以避免未来价格上升。在不同的情况下，资金可能会被用于更好的用途。当利率上升，债券价格大幅下降，债券持有人就是大输家。而此时利率的上升实际上是对放款人的部分补偿。那些持有不动产如房产的人则是通货膨胀环境下的大赢家。黄金、白银和古董收藏者也可能从中获益。

你知道吗？

黄金在20世纪90年代是很差的投资选择，因为在十年中的大部分时间它的价格都是普遍下跌的。2001年，当美元外汇价值达到最高点之前，黄金价格开始触底反弹。由于外汇市场上美元暴跌，黄金价格飙升。尽管黄金价格回升，到2004年末约为450美元每盎司，但仍然远低于20世纪80年代高点时的黄金价格——超过800美元每盎司。

有些人认为，只有非预期的通货膨胀而不是预期到的通货膨胀才会产生问题。毕竟，如果我们知道我们不得不与通货膨胀共存，我们就会在交易时考虑到这一点。工资可以被指数化（很多地方已经这样做了），利率也可以被指数化（与可调整利率贷款或通胀挂钩债券相类似）。20世纪80年代中期的税收改革行动将税级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数化，因此消费者不会仅仅因其工资与通货膨胀保持同步增长而自动转移至一个更高的税级。但是，经济交易指数化有可能会使系统中的通货膨胀更为严重。如果工资被指数化，生产商可能会通过提高产品价格来弥补增加的工资成本（占企业成本的 3/4）。

如果“太多的货币追逐太少的商品”导致通货膨胀，那么我们仅仅需要防止“太多的”货币流通。这恰好是美联储的工作——跟踪金融体系中的货币供应量。当美联储实行宽松货币政策时，利率下降，并通过利率敏感部门来促进经济的增长。例如，低抵押贷款利率将会刺激住房销售，从而带动对家电和家具的消费。当美联储收紧货币政策时，利率则上升并阻碍经济的增长。当利率成本上升，购买汽车、家具和家电的总开支增加，从而会降低对它们的需求。

如果通货膨胀是不好的，是不是就意味着通货紧缩是好的呢？在 2002 年和 2003 年，美联储政策制定者担心美国经济会陷入通货紧缩的漩涡。在某些方面，通货紧缩比通货膨胀还要糟糕，因为它可能会导致经济陷入严重衰退。如果消费者预期明天价格水平会下降，那么他们为什么要购买生活必需品以外的东西呢？如果生产者想进行资本投资，他们也将被鼓励继续等待直到价格和利率水平进一步下降。需求明显转弱将会导致大量失业——或工资和薪金的大幅下降。这种恶性循环随后会导致消费需求的进一步降低。20 世纪 90 年代的日本经济就是教科书上常引用的通货紧缩及其后果的经典案例。

本章讨论的通货膨胀指标就像第 3 章讨论的消费支出指标那样丰富。金融市场参与者青睐的一些高频指标对于那些从长远考虑进行决策的个人投资者却不一定有价值。通货膨胀的月度和季度指标都是值得关注的，但有些月度指标可能会比其他指标存在更多缺陷。毫无疑问的是，通货膨胀对金融市场参与者和政府决策官员来说都是非常重要的。

高频指标——商品价格

在对通胀压力进行预期时，油价和食品价格被密切关注。石油作为商品生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的能源或自然资源，被用于产品制造以及被消费者使用，是经济活动的重要组成部分；食品则是每个人预算中必不可少的构成部分。

原油价格

原油在纽约商品交易所（NYMEX）进行交易。原油的现货和期货价格都是由市场决定的。现货价格反映出商品的当前价值，而期货价格反映的是在未来某一时点，例如三个月或六个月后的价格。如果（得克萨斯）原油的现货价格是每桶 40 美元，那么你今天可以按每桶 40 美元的价格购买得克萨斯原油。但如果原油的期货价格是每桶 45 美元，你可以在今天按每桶 45 美元的价格购买德克萨斯原油，但交割发生在三个月或六个月之后。

市场反应

固定收益市场、股票市场和外汇市场参与者将原油期货价格视为通货膨胀的先行指标。作为一个群体，交易者对真实的经济和政治事件以及这些事件的传言做出反应。当金融市场上的交易商对原油期货价格做出反应的时候，大宗商品交易商在期货和现货市场上定价。此外，大宗商品交易商也会像股票、债券或外汇市场交易商那样对事件做出反应。沙特阿拉伯将会大幅削减石油生产的传闻会导致原油现货和期货价格的飙升。

你知道吗？

现货价格和期货价格并不一定同步变动。当现货价格低于期货价格，市场处于“期货溢价”状态。像《经济学人》杂志最近解释的：“在牛市中，这往往是价格将要反转的标志。”石油库存将会上升，因为购买者将会以今天的低价补仓，而不是等待，这会使价格在未来几个月的时间内下降。美联储主席艾伦·格林斯潘最近将期货溢价列为他为什么不担心石油价格的一个原因。”[1]

当金融市场参与者对原油价格的变化做出消极反应，债券价格、股票价格和美元价值全部下降。几分钟之后，大宗商品交易商可能意识到传言是假的，原油价格重新回落。债券价格、股票价格和美元价值随后上涨。在此期间，在金融市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场和商品市场上数百万美元已经换手，造就了很多赢家和输家。

注意！

石油是美国经济中的一个重要商品。原油价格的上涨或下跌可能会预示着其他商品价格的上涨或下跌。由于供给和需求因素会导致原油期货价格的波动，关注每小时的价格变动对进行长期通货膨胀预期是没有帮助的。

经济学理论告诉我们，供给和需求的相互作用决定了所有商品和服务的价格。但由于石油输出国组织（OPEC）的存在，供给方在原油价格的决定中起到了比需求方更大的作用。在 40 多年的时间里，OPEC 靠开关油套管控制了石油价格。尽管石油价格变动会影响通货膨胀格局，但只要原油价格变化的持续时间不长，它们就不会对潜在通货膨胀率产生影响。在这种情况下，它将被反映在生产和消费的各个阶段中。石油价格的短期上涨最有可能对相对价格而不是价格水平产生影响。只有美联储可以通过过度宽松的货币政策来创造通货膨胀。当美联储没有用宽松信贷环境确认石油价格的上涨时，其他商品或服务的价格将不得不下降。出于这个原因，石油价格上涨本身不会引起通货膨胀，它们仅会导致更高的汽油和燃油价格。（在短期内，它们还可能导致那些使用石油作为主要原料的商品和服务的价格上涨，例如航空旅行或出租车。）

金融市场参与者意识到是美联储最终控制着通货膨胀。尽管如此，他们还是不断关注着石油价格变动，将其视为经济中通货膨胀压力的一个预示。现货和期货价格的小幅变动通常不会影响到固定收益市场、股票市场或外汇市场上的交易者，尽管在 2004 年和 2005 年初当原油价格接近每桶 60 美元的时候，市场上确实出现了一些波动。石油价格的大幅变动必然会对所有市场（股票、固定收益和外汇市场）产生影响。当石油价格飙升，所有市场的价格将会下降；当石油价格大幅下降，所有市场的价格将会上升。

交易商必须要追踪石油价格的变动，因为必定会有人对其作出反应。需要注意的是，不管变动是源于流言还是事实就是如此。此外，这些变动不会自动反映在其他的通货膨胀指标中，如 CPI 或 PPI。当现货市场上价格的上升或下降已经持续了一段时间并且在这些指数中得以反映，时间也已经过去几个月了，因为原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

油不是加工商品，而只有加工商品才被包含在指数中。

个人投资者发现原油现货和期货价格的主要变动比起每小时的价格变化更有意义。关注每日收盘价可以使你获得足够的信息。如果你决定要追踪每日原油价格，记录每日的收盘价将使你能够监测其长期趋势。图 7—1 说明了原油价格在一个月内的变动可能很大（6 月和 9 月），而月度间变化又可能很小（8 月至 9 月的平均变化）。

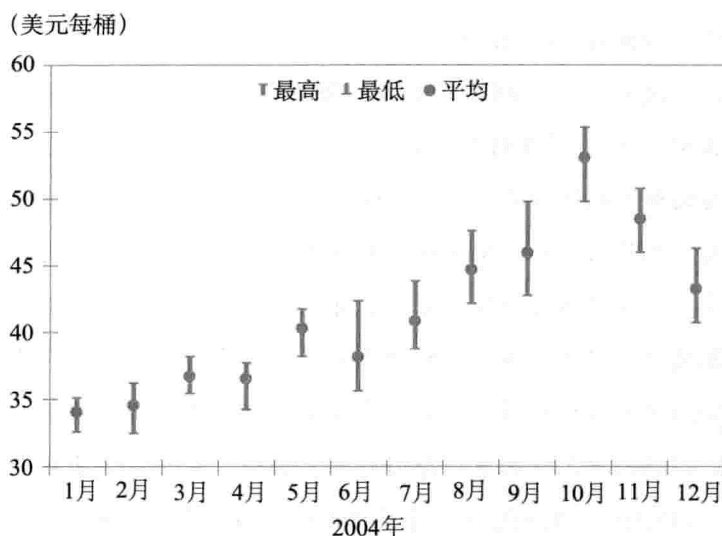


图 7—1 原油价格

说明：图表描绘了原油期货价格的平均月度水平，以及当月的最高值和最低值。请注意，某些月份的价格变动幅度要大于其他月份。

资料来源：彭博。

食品价格

金融市场参与者也密切关注食品价格。尽管不存在像 OPEC 那样的组织能够干预作物或牲畜市场，但食品会受到供给因素（主要是自然灾害或大丰收）的影响。（农业支持计划的重要性不仅仅在美国大幅下降，在很多欧洲国家也是如此。）确切地说，供给的冲击会带来价格的波动。

最著名的食品价格上涨发生在 1973 年的厄尔尼诺现象之后，该现象导致凤尾鱼和其他生物死在秘鲁的海岸上（请参阅下面的文章《厄尔尼诺》）。在过去的几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年中，干旱和丰收并没有使价格发生大幅的波动。食品价格的变化像石油价格变化一样，往往会影响相对价格，而不是绝对价格水平。CPI 的历史数据显示，如果整个经济正在经历温和的通货膨胀，食品价格在干旱时往往不会加速上涨。但是如果所有其他商品和服务的消费者价格都在大幅攀升，干旱或自然灾害就会导致食品价格也大幅上涨。

厄尔尼诺

19 世纪晚期的秘鲁渔民最初将现在通常所称的厄尔尼诺（El Niño）这一南美洲太平洋表面的暖流称作 Corriente del Niño。直译过来的意思是“圣婴的水流”。在 1892 年，科学家卡米洛·卡里洛提到这一在圣诞节期间反常的温暖气候严重损害了秘鲁派塔港的捕鱼业。尽管厄尔尼诺这一叫法可能是从那之后才出现的，但相似的温暖气候在 100 多年前的船长日志中就已经有所记载。

1992 年，全球范围内的气候现象都被归咎于厄尔尼诺现象：南非的干旱、希腊的暴风雪，以及近一个世纪以来美国最温暖的冬天。那么，这些和美国经济有什么关联？1992 年春天异常的天气状况威胁到了伊利诺伊州的玉米和大豆作物的生长，而伊利诺伊州是美国的粮食主产区之一。粮食的减产导致了食品价格的上升。

市场参与者是否应严肃对待厄尔尼诺现象？在 1983 年最严重的一次厄尔尼诺现象发生时，美国渔民捕获的凤尾鱼由上一年的 1.03 亿磅大幅下降到2 200万磅。

但是在 1997 年，11 月份的及时降雨表明厄尔尼诺不会成为一个问题，尽管媒体已经开始警告消费者注意早春的厄尔尼诺现象。史蒂夫·布鲁斯，ED&F Man International 的商品交易商说道，“今年到目前为止，厄尔尼诺成了厄尔尼诺哑弹。”[2]

路透社—CRB 期货价格指数

商品研究局（CRB）发布指数，反映被分为六组的 17 种商品的价格水平。路透社—CRB 指数不仅仅是 17 种商品价格的未加权平均数，也包含了每一种商品跨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间的平均价格。这一指数的基期是1967年，基期值为100。

根据你所处的当前月份，该指数可延伸至未来的六至七个月。每一组数据序列必须有最少两个月，最多五个月的合约月份。CRB指数的计算同时采用算术平均和几何平均技术，以便从这两种技术最有利的特性中获益。因此，一个组成部分价格的百分比变动不会改变该组成部分在指数中的相对比重。17种商品在指数中的权重相同：没有任何一个月份或者任何一个商品对指数有过多的影响。商品组别如下：

（1）能源（17.6%）：原油、取暖油和天然气；

（2）谷物（17.6%）：玉米、大豆、小麦；

（3）工业（11.8%）：铜和棉花；

（4）牲畜（11.8%）：活牛、瘦肉猪；

（5）贵金属（17.6%）：黄金、铂金、银；

（6）软饮料（23.5%）：可可、咖啡、橙汁、糖。

研究表明，CRB期货价格指数无法对CPI或PPI的月度变化进行预测。但是在一年中，CRB指数的变动往往与PPI或CPI的变化方向相同，同样地，所有的通货膨胀指标都朝相同的大方向变动。图7—2显示CRB指数和CPI及PPI的变化大小和方向并不是在每个月都相关。

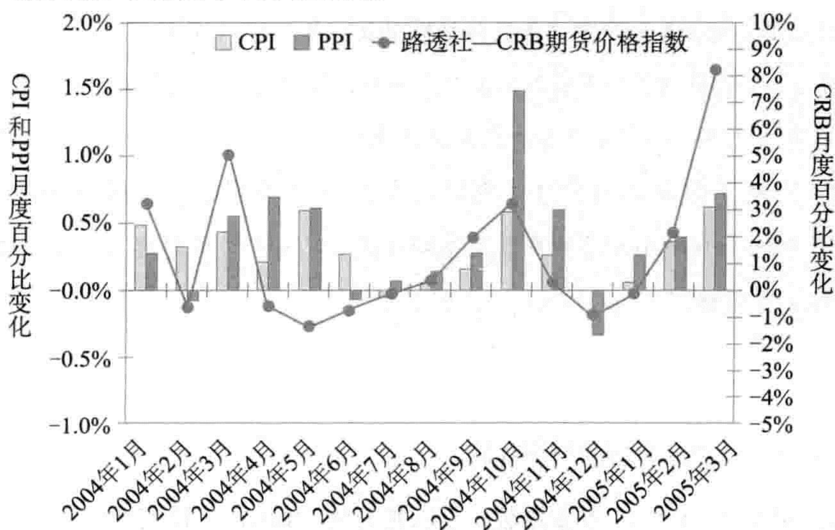


图7—2 价格变化——CRB、PPI、CPI

说明：路透社—CRB指数表现出比PPI或CPI更大的月度变化。这三个数据序列只在部分时间里同向变动。

资料来源：路透社—商品研究局、劳工统计局和哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场反应

金融市场参与者关注 CRB 指数，将其视为和原油的现货和期货价格一样能够预示通货膨胀的指标。与原油期货价格的另一个相似点是，它是一个易变指数，市场对它的反应并不被限定在一天中的某些特定时间：任何事情可能在一天中的任何时间发生。在加速的通货膨胀是不利的这一前提下，CRB 指数的突然大幅上涨会导致债券价格下降（以及收益率上升），股票价格下降，以及外汇市场上美元价值下降。而该指数的下降会导致相反的反应：利率下降（债券价格上升），以及股票价格和美元价值的上升。

注意！

关注 CRB 指数不同的构成部分。尽管它被设计成没有任何一种商品能够引起总指数的显著变化，但单一组成部分的大幅变动也可能会引起总指数的波动。非常事件，如实际或潜在的干旱，会导致粮食价格上涨，从而引起总指数的显著上升。在 2004 年，大幅的市场波动是源于加速上涨的原油价格。

总的来说，没有必要关注 CRB 指数每小时的变化。如果你想监控这一指数——尽管由于其他月度通货膨胀指标的存在，这是没有必要的，那么记录每一日的收盘价可以帮助你对其长期趋势而不是短期的异常变动进行分析。

月度指标

农民所得物价指数

农业部在每月底发布当月的农民所得物价指数，或俗称的“农产品价格”，但初步估计值反映的是每个月第 15 天前后三到五天内的价格变化。该指数不进行季节性调整。

农民所得物价指数包含所有的农作物、牲畜及产品。在大多数情况下，指数价格的变化是基于每月月中所有等级和质量的产品在销售地点（如当地市场）的平均价格。在下一个月，当某些商品的全月平均值被计算出来后，会对所有价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行修订。

这一价格指数是否与其他通货膨胀指标相关？尽管它与 PPI 和 CPI 中的食品价格相关，但随着时间推移存在显著差异。首先，农民所得物价指数不经季节性调整，但 CPI 和 PPI 中的食品部分却要经过季节性调整。其次，农民所得物价指数衡量的是在第一个销售地点的价格，并且基于所有等级产品的平均价格。PPI 和 CPI 通常会针对质量和等级进行调整。最后，所有作物和牲畜在每个指数中所占的权重都是不同的。

市场反应

农产品价格在下午晚些时候发布，没有得到金融市场参与者的关注。但是，如果市场心理已经是负面的，该指数在预期外的大幅上涨会导致债券价格的下跌。相反地，如果市场心态是积极的，该指数在预期外的大幅下跌可能会导致债券价格的上涨。外汇市场和股票市场忽略这一指标。商品市场参与者可能会对这一数据感兴趣，但他们更有可能去密切关注随时可以获得的 CRB 指数。如果美国遭受严重干旱，这一数据将会获得更多的关注，尤其是在劳动力市场的紧张表明通胀压力已经开始出现的情况下更是如此。

生产者价格

美国劳工部劳工统计局（BLS）在每个月的第 8 至第 16 个（大多在第 10 至第 12 个）营业日之间发布上一个月的 PPI 数据。制成品、中间产品和原材料的三个指数都经季节性调整。所有的 PPI 指数都是固定权重的通货膨胀指标。人们通常监测其每月的百分比变化，但有时也看它们的年化数据，或者进行年度数据比较。在每年的 2 月会对前五年的经季节性调整的数据进行修订（同时发布 1 月份的数据）。未经季节性调整的数据只修订一次，是在其初次发布的四个月后。修订幅度通常都很小。

制成品 PPI 被认为是生产者价格膨胀的量度指标。生产者价格按照生产阶段进行衡量：其他两个指数反映的是中间产品和原材料的价格。制成品 PPI 得到了所有的关注，被认为是消费者价格膨胀的先行指标。实际上，每一个指数都可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被视作下一个生产阶段的先行指标。鉴于此，原材料 PPI 能够预示中间产品 PPI 的变化，而中间产品 PPI 变化随后预示着制成品 PPI 的变化。

由于这些通货膨胀的衡量指标整体相关，因此需要知道哪些产品被包含在指数之内以及它们的权重是如何分配的。制成品 PPI 中消费品所占比重（74.1%）远高于资本设备（25.9%）。因此，应该更关注中间产品指数的子构成部分来对制成品指数的子构成部分进行预测。使用建筑用品价格对服装价格变化方向进行预测是没有任何意义的。

从 2002 年 1 月起，这些指数的计算涵盖了超过 3 000 种商品，统计部门处理超过 100 000 件产品的当前价格，使之能够代表制造业、农业、林业、渔业、矿业、天然气以及电力产品价格的变动。范围包括了所有在国内生产并在美国主要市场进行商业销售的产品。服务业的产出从概念上讲包含在 PPI 范围内，但覆盖范围不完整。发布的 PPI 包含从交通运输到公共医疗卫生服务，再到包括美国邮政服务在内的商业服务等特定行业的数据。

制成品是指不再进行进一步加工、可供出售给最终用户（消费者或企业）的商品。制成品可被进一步划分为三大类：资本设备、食品，以及除食品之外的消费品。资本设备包括民用飞机、汽车和卡车、农用设备，以及机床。消费品包括汽油和燃料油、服装、烟草制品、汽车以及家具。食品包括未加工的食物，如鸡蛋和新鲜蔬菜，以及加工食品，如烘焙制品和肉类。消费税不包含在 PPI 中。

经济学家们喜欢将不稳定的组成部分从经济数据序列中扣除，因此将食品和能源价格从 PPI 中扣除已经成为普遍的做法，扣除后的指数被视为核心通货膨胀率指标。通过这种方式，我们可以评估生产者价格的潜在趋势，而不用担心食品和能源价格的异常变动。从一个月到下一个月，忽略食品或能源价格的急剧上升是合理的，因为价格很容易在随后的一个月发生逆转。但是在六个月或一年的时间段里，考虑食品和能源价格是非常必要的，因为它们是消费者支出的主要组成部分。

中间产品、物料和部件是指已经经过加工但在成为制成品之前需要进一步加工的商品，例如面粉、棉纱、钢铁产品，以及汽车零件。中间产品指数的波动性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往往略大于制成品指数，因此最好关注其增长趋势，而不是一个月的变动。一般而言，该指数的变化可以用来预测制成品指数的变化。就像对制成品 PPI 所做的，我们也可以关注扣除食品和能源的中间产品指数。

待深加工原材料包括未经生产或制造，需要进一步加工才能成为制成品的产品。食品原料和饲料包括诸如谷物和牲畜。非食品原材料包括诸如天然气、原油和原棉。因为原材料指数包括了在很大程度上受到供给影响的项目——原油和食品，月度价格波动有可能是高度不稳定的。这一指数或许可以用来预测其他两个价格指数的长期变动情况，但无法预测月度间的变化。和监测其他两个 PPI 指数的方式相类似，人们也可以监测扣除食品和能源产品的原材料指数。但要附带说明的是，扣除之后的指数将只包含原材料指数的 21%，也就是说，该指数的 79%都是由食品和能源产品构成的。相反，制成品核心 PPI 指数占制成品指数的 62%，而中间产品核心 PPI 占中间产品指数的 78%。

价格数据一般按月收集，主要是通过邮寄调查问卷方式获得。受访者被要求提供反映出适用折扣的净价格。尽管劳工统计局尝试基于实际交易价格来计算 PPI，但对于未收集到的数据点的价格变化，则需要通过对已获得的同一产品组别内其他项目的价格变化进行平均来得到估计值。价格数据直接来自于生产企业，在自愿和保密的基础上获得。价格一般在每月 13 日所在那一周的周二发布，具体日期可能在 9 日至 15 日之间。

劳工统计局尝试对质量完全相同的商品标价，并针对质量差异进行调整。例如，当新生产的年度车型新加入了附加功能，劳工统计局会针对新功能来估计价格调整值。PPI 旨在衡量实际价格变化——而不是由质量调整、数量或销售条款所带来的变化。大多数情况下，PPI 的衡量范围是国家而不是地区。

PPI 与其他的通货膨胀指标是否相关？一些经济学家试图基于月度数据用 PPI 变化来推断 CPI 变化。但即使从概念上讲，这也不是一个好主意。尽管制成品 PPI 中消费品所占权重要比资本设备高得多，但消费品在 PPI 中的权重和 CPI 所使用的权重极为不同。另外，制成品 PPI 包含非常有限的服务价格，但在 CPI 中，服务价格却占到了一半以上。最后，两个指数的季节调整模式不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7—1 显示了截至 2004 年 12 月制成品 PPI 的主要构成部分及其相对重要性。每年都会基于当年这些产品的总出货价值对 PPI 的权重进行细微的调整。但涉及重大结构性变化的基准修订则很少发生。

表 7—1　PPI——制成品（相对重要性，2004 年 12 月）

资本设备	25.939
消费品减食品	53.164
非耐用品减食品	37.330
电力	6.995
住宅燃气	4.460
汽油	3.679
燃料油	0.709
烟草	3.024
耐用品	15.834
客车	3.305
卡车	3.036
消费者食品	20.897
扣除食品和能源	62.006
能源	17.097
总 PPI	100.000

资料来源：劳工统计局。

权重与相对重要性　截至 2002 年 1 月，权重基于 1997 年经济普查报告中商品的净销售价值总额。劳工统计局不发布权重而是发布相对重要性数据。相对重要性代表的是其基本价值权重乘以从权重确定日到相对重要性计算日的相对价格变化，被描述成所有商品类别占总价值量的百分比。劳工统计局计算每一年 12 月的相对重要性数据。这些相对重要性数据发生年度变化只是因为相对价格发生变化。例如，如果某一商品的价格增长速度高于所有商品指数，该商品的相对重要性上升。发布的相对重要性数据并不被用来计算每月的 PPI。每一种商品的实际权重会随其之前的价格变动而每月波动。但是事实上，如果你尝试对 PPI 进行预测，你可以假设上一年 12 月的相对重要性和当前月份的相对重要性近似。

市场反应

金融市场参与者非常重视 PPI 的发布。固定收益市场参与者显然更愿意看到低通胀而不是高通胀。因此 PPI 的月度增长幅度越大，对债券市场的负面影响就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越大。高通货膨胀将会导致高利率水平，而低通货膨胀则预示着利率的下降。

股票市场和外汇市场参与者也将通胀加速视为负面消息。当 PPI 大幅和加速上升，股票价格将会下降，美元也会贬值。

金融市场参与者在确定通货膨胀率的时候，往往参考扣除食品和能源价格的制成品 PPI 以及总 PPI。由于食品和能源价格不稳定的特性，它们的上升往往不被重视。与核心 PPI 的增长相比，食品和能源价格的飙升不大会引起市场上的负面反应。从 20 世纪 90 年代中期起，市场参与者也开始关注中间产品和原材料指数，期望这些指数能够揭示出原油的价格压力。

注意！

首先，关注扣除食品和能源价格的制成品 PPI 的变化。其次，提防会导致 PPI 大幅上涨或下跌的特殊因素。例如，烟草价格往往会在一年中出现几次飙升，给 PPI 带来上行压力。如表 7—1 所示，烟草在指数中占有较大的比重。汽车和卡车价格往往在秋季汽车制造商推出当年新车型时上升。除了食品、能源、烟草、汽车和卡车，其他类别没有足够大的权重能够对价格指数产生显著影响。

上一年出货的当期美元价值决定了 PPI 组成部分的相对重要性。尽管烟草制品的产量多年来都呈下降趋势，但价格却大幅上升。因此，烟草出货的当期美元价值上升，导致烟草制品在 PPI 中占有了更大的份额。其结果就是金融市场参与者通常也会忽视由烟草制品导致的 PPI 上升。

其他会引起 PPI 突变的因素包括折扣计划或由汽车制造商提供的低利率融资的变化，以及任何能够影响价格的促销活动，即便是暂时性的。有时药品价格大幅上涨，也会导致 PPI 的波动。

至于中间产品指数和原材料指数，要关注它们的长期趋势。两个指数也都包含可能会掩盖指数内在趋势的能源和食品部分。长期趋势比一个月的异常变动更能揭示通货膨胀压力。应关注这些指数三个月、六个月和十二个月的变化情况。

消费者价格

CPI 由劳工统计局每月编制，衡量的是由所有城市消费者和工薪阶层购买的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相同数量和质量的一个固定篮子的商品和服务的价格变化。与 PPI 仅仅使用每月中旬的价格数据不同，CPI 捕捉整个月的价格变动，包括最后一个营业日。CPI 在每个月结束后的第 9 到第 17 个工作日之间发布。它经过季节性调整。基准年度仍然是 1982—1984 年，基期值为 100。共有两个固定权重版本的 CPI 被发布：针对所有城市消费者（CPI-U），涵盖 87%的非机构人口；以及针对工薪阶层和文职人员（CPI-W），仅涵盖 32%的非机构人口。CPI-W 的历史更久远，通常被用于劳动合同的签订。这两个数据序列每个月的差异非常小，因为 CPI-W 是 CPI-U 的子集。

现在每月公布的一个可变权重指数是链式加权 CPI（C-CPI-U）。这个指数的历史不长，2002 年 8 月才首次发布，数据追溯至 1999 年 12 月。作为一个相对较新的指数，到 2005 年为止还没有足够长时间的数据来确定季节性模式，因此只能获得未经季节性调整的数据。但在未来劳工统计局终将会有足够数据对这一指数进行季节性调整。链式加权 CPI 使用与 CPI-U 和 CPI-W 相同的价格数据来源，但它的构造使用不同的计算公式和权重。此外，当发布数据时，链式加权 CPI 数据是初步数据，而未经调整的 CPI-U 和 CPI-W 则是最终数据。

从 2004 年 1 月的数据开始，CPI 中各类别的权重根据 2001—2003 年消费者支出调查决定。权重每两年更新一次，因此与之前权重并不经常更新相比，现在的数据更具时效性。八大支出类别包括：食品和饮料、住房、服装、交通运输、医疗保健、娱乐、教育和通信，以及其他商品和服务。CPI 还有另外四个逐渐细化的类别层次：从主要类别到中间合计，到支出类别，再到细目层次和最终的基本产品项目。一些初级产品可以在每一个细目层次里找到；支出类别下可能会有不止一个细目层次，如下面的例子所示：

主要消费类别＝食品和饮料；

中间合计＝家庭食品；

支出类别＝烘焙食品；

细目层次＝面包、现烤饼干、蛋糕卷、松饼、蛋糕、纸杯蛋糕、曲奇和其他烘焙食品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代理机构从包含在概率样本中的分布在87个市区的约23 000家零售商店和其他销售网点收集价格数据。销售网点包括被挑选来代表总体的百货店、独立商店、专卖店和公用事业。价格也可从医生和牙医、医院、美容院、维修人员和服务承包商处获得。租金水平（费率）数据则是从租房者和业主处获得。CPI中的商品和服务要像它们在PPI中一样经过质量差异调整。在过去，劳工统计局的业务代表会通过走访或电话收集所有的价格信息，而从1998年起开始采用改进的电脑辅助电话访问。这不仅仅改进了CPI中产品和销售网点的样本轮换，也加速了新产品和销售点的引入。在过去，当使用过时产品的数据并且新产品的引入存在滞后时，CPI很可能会夸大潜在通货膨胀率。

全美CPI，也称为美国城市平均价格，并不是唯一的月度发布的指数。美国四大地区（东北部、中西部、南部和西部）以及按人口划分的城市地区的数据也是可以每月获得的。三个主要的大都市地区的数据也每月发布（芝加哥—盖瑞—基诺沙、洛杉矶—滨江—奥兰治县、纽约—新泽西北部—长岛），其他11个大都市区域的数据则是每隔一个月发布。

尽管支出类别下的主要权重一般不会每年更新，但更为详细的基本项目的调整确实会使相对重要性在每年发生微小变动。从历史上看，大约每十年进行一次大规模的修改。1998年对CPI的修订是这一指数自第一次世界大战期间产生后所进行的第六次修订。对CPI的修订和完善对劳工统计局而言是一个持续的过程。比如一些重要的完善就是在十年大修订之间完成的。也有很多完善工作是在1998年修订之后完成的——例如在2002年引入链式加权CPI，以及决定将消费者支出权重由每十年更新一次改为每两年更新一次。

样本轮换的变化伴随着更为频繁的权重更新方案，减少了这一指标对通货膨胀的高估。存在的一个问题就是当新产品出现时，供给和需求方的相对价格发生变化，消费者会改变他们的购买模式。如果不更为频繁地修订支出权重，CPI就不能准确反映价格水平的变化。这对数量众多的在很短的生命周期内有大幅降价历史的科技产品而言尤其正确。

CPI经常被称为一个国家的“生活成本”指数。它在很多合同中被用于计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年度增长——包括工资协议和租赁协议。尽管有这些用处，CPI-U 和 CPI-W 并不是真正的生活成本指数，因为它们不包括联邦、州和地方所得税的变化（但它们确实包含销售税和其他诸如烟草产品和酒精饮料的消费税等间接税）。另外，无论价格如何变动，它们测量的是同一篮子产品。真正的生活成本指数应允许消费者使用更为便宜但同样令人满意的产品来进行替代。链式加权 CPI-U 与劳工统计局极力想衡量的生活成本指数更为接近。它允许消费者改变支出对象，通过替代原有商品和服务的组合来达到相同的生活水平。尽管链式加权 CPI-U 还不是一个完美的衡量指标，但它比固定权重的 CPI-U 更接近完美。

就像人们把 CPI 看作生活成本的衡量指标一样，他们经常会使用大城市和地区的指数来对不同地区的价格水平进行比较。这么做并不恰当，因为这些指数并不是被构建来比较生活成本的地区差异的。不同的指数只代表相对于基准年度价格水平的逐月变化。谁也不能保证在基准年度所有地区的生活成本都是相同的。每一个城市地区的基期也有可能不同，而这些都不会反映在指数值中。生活成本这一概念也需要考虑州所得税的不同。

另外要注意的是，CPI 的住房部分受到了很大的关注，因为它所占权重非常大。在过去，住房价格和抵押贷款利率被直接纳入对住房成本变化的估算中。从 1983 年起，住房部分以租金同等价值来计算。房主被要求估算如果不是拥有而是租用他们自己的住房需要支付的租金是多少。劳工统计局对实际出租单元众多的区域的住房单位的价格进行确认，从而对估计值进行确证。住房的投资成本不被包含在 CPI 中。通过将住房价格/抵押贷款利率法则转换为租金同等价值，现在的 CPI 反映出了住房组成部分的住房服务流量概念。因此，20 世纪 80 年代初的住房价格和抵押贷款利率的上升被纳入了 CPI 中，但随后的抵押贷款利率下降却没有被纳入指数。此外，在 20 世纪 80 年代末，由于使用租金同等价值而不是住房价格，国内住房价值的下降在很长时间以后才在 CPI 中得以反映。这两个因素导致了 80 年代后半期和 90 年代初 CPI 的高估。

尽管住房部分的修订发生在 20 多年前，但这一方法的改变仍存在争议。最近，批评者抱怨 CPI 未反映出 21 世纪初房屋价格的上涨，但劳工统计局对其进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反驳，认为租金同等价值方法能够更好地对月度成本进行量度。毕竟他们的目的不是对住房价格的上涨进行衡量。[3]

CPI主要构成部分所占比重如表7—2所示。这也显示出为什么使用PPI的月度变化来预测CPI的月度变化是不恰当的。从表7—2可以看出，CPI中服务所占比重为59.8%，商品所占比重为40.2%。因此，制成品PPI中的约74%与CPI中的40%相关联。

表7—2　　CPI（相对重要性，2004年12月）

食品和饮料	15.291
家庭食品	8.183
外食	6.113
酒精饮料	0.996
住房	41.993
住所	32.686
主要住房租金	6.113
房主租金同等价值	23.158
离家住所	3.008
燃料和公用事业	4.951
家居陈设与运营	4.355
服装	3.841
交通运输	17.414
私人交通	16.385
新车	4.692
二手轿车和卡车	2.037
汽车燃料	3.969
公共交通	1.029
医疗	6.132
娱乐	5.733
教育和通信	5.846
其他商品和服务	3.750
烟草和吸烟制品	0.804
个人护理	2.946
所有项目	100.000
扣除食品和能源	77.714
商品	40.239
服务	59.761

资料来源：劳工统计局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一般规律，CPI 的月度变化往往比制成品 PPI 的月度变化更为稳定，因为 CPI 中服务所占权重更高。服务价格往往具有黏性，尽管足够低迷的经济活动也能够使服务行业的通货膨胀放缓。在消费者层面的食品和能源价格可能和生产者层面一样具有波动性。因此，经济学家们将扣除食品和能源的 CPI 视作核心通货膨胀率指标，但只有当某些特殊因素有短暂的变动时，其月度指标才有意义。当分析年度通货膨胀率时，最好还是使用包含食品和能源价格的 CPI。毕竟消费者不可能仅仅因为价格上升就放弃食品和能源支出。

市场反应

金融市场参与者急切地等待 CPI 的发布，因为它会推动金融市场上的活动。固定收益、股票和外汇市场都会对通货膨胀率的急剧上升做出逆向反应：利率上升，股票价格下降，外汇市场上美元也会贬值，因为利率上升是由于价格的上升，而不是经济的扩张。与对待 PPI 的方法相类似，市场参与者在一定程度上忽视食品和能源价格的上升。与总 CPI 相比，扣除食品和能源价格的 CPI 的急剧上升会给市场带来更大的负面影响。

注意！

像对 PPI 所做的一样，关注以扣除食品和能源价格的 CPI 来衡量的核心通货膨胀率。并且，你应当关注那些会导致月度指数异常上升或下降的特殊因素。在过去，烟草价格、教育费用和服装价格经常会在一个月里加速上升，然后又被随后月份的下降所抵消。

长期趋势通常比月度变化更为重要。关注最近三个月、六个月和一年的通货膨胀率。关注总 CPI 和扣除食品和能源价格的 CPI。只有当你确定价格会在未来的几个月出现反转，才能够完全忽视食品和能源价格的上涨。食品和能源价格占到消费者支出的 25%左右。忽视它们价格的大幅变化将是非常不明智的，因为它们很可能会对通货膨胀、经济活动和美联储政策产生重要影响。

下面的警告会使你想起这样一句格言，“统计数字不会说谎，但人会。”当 1 月份发布上一年 12 月份的 CPI 数据的时候，劳工统计局同时也发布年度通货膨胀率。劳工统计局通过对月度价格指数进行平均得到 CPI 的年度均值，并据此计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年度通货膨胀率。然后再根据上一年的月度指数的平均值计算百分比变化。在不同的通货膨胀模式下，消费者价格的年度平均值的变化可能会与通过计算当年12月至次年12月百分比变化得到的消费者价格年变化存在巨大差别。当年12月至次年12月百分比变化更为准确地反映了一年间的通货膨胀率。而政府行政官员往往会援引显示更低通货膨胀率的指标（多么令人惊讶）。要小心政客！劳工统计局是一个非政治机构，总是同时报告这两个指标，对二者同等重视。

享乐主义调整：朋友或敌人？

关于CPI是否准确衡量了通货膨胀这一争论还在进行中。有些时候，经济学家们会声称CPI高估了通货膨胀，而另一些时候他们又会声称CPI低估了通货膨胀。在2005年，越来越多的分析家指出，由于享乐主义调整，CPI低估了通货膨胀。当计算价格变化时，享乐主义调整将产品质量的变化考虑在内。技术的进步使得消费者可以从他们的收入中获得更多——而如果没经过享乐主义调整，这将不能被完全反映出来。

在劳工统计局，当商品发生变化，和前一个月衡量的商品不再完全一样，将由商品专家决定价格如何真正影响CPI。根据劳工统计局的资料，享乐主义调整仅针对CPI涵盖的211个产品类别中的7个类别进行。

享乐主义调整最初是计算机价格衡量的一个主要特色，因为快速的技术变化会导致CPI中计算机产品的价格上涨被高估。考虑了产品质量的改进后，价格上涨就变成了价格下降。但劳工统计局现在已经不再对计算机进行享乐主义调整，因为计算机所有组件的价格数据都很容易获得。劳工统计局可以直接衡量内存芯片、处理器、主板，或显示器和键盘的成本。

劳工统计局官员指出，正如会引起价格下降一样，享乐主义调整也很容易引起价格的上涨。例如，劳工统计局商品专家蒂姆·拉弗勒发现，57英寸电视的价格由2 238.99美元降至1 909.97美元，下跌了14.7%。但蒂姆·拉弗勒也注意到，高价格的电视中内置了价值513.69美元的高清晰度调谐器，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低价的电视中没有。把这一因素包含进去后，14.7%的价格下跌变成了10.7%的价格上涨。

另一型号电视的情况则不同。27英寸电视的记录价格和上一个月相同。但由于最新生产的产品是平面直角而且是10瓦的立体声（而不是之前的6瓦），很明显最新生产的产品的价值更高。因此，这实际上反映出了价格的下降。[4]

鉴于很难衡量各种经济形势的真正价值，能够很好地捕捉长期趋势就很好了，不必担心月度波动，是这样吗？事实上，CPI被用于如此之多的合同，会影响到合同的最低条件，因此它需要尽可能准确。例如，联邦政府根据CPI数据来确定每年支付给社会保障金领取人的生活成本调整补助。CPI越低，对政府越有利。同样，所得税税级也会根据CPI进行调整。如果通货膨胀的实际水平高于数据所衡量的水平，消费者将会进入更高的税级，实际通胀并没有得到真正的补偿。

进出口价格

劳工统计局在每个月结束后的第6至第14个营业日之间发布进口和出口价格指数，即2月份的数据将在3月中旬发布。与其他主要通货膨胀指标不同，进口价格指数和出口价格指数都不经过季节性调整。商品和服务都被包含在指数中。

劳工统计局从20世纪80年代开始每季度发布进出口价格信息，到1990年改为每月发布。这些指数的主要用途是对人口普查局发布的国际贸易月度数据进行平减。因此这些指数是针对国际贸易统计数据来构造的，且与其有相同的数据格式。

根据劳工统计局的标准，商品货物的价格指数每年进行重新加权，权重存在两年的滞后。对于商品价格指数，共有三种分类指数被发布：协调制度、经济分析局终端系统和国际贸易标准分类。两个术语被用来体现国际服务贸易的价格指数：国际收支和外国居住者。发布的数据大多以2000年为基期，基期值为100。

劳工统计局的进口和出口价格指数目标涵盖所有美国居民出售给外国购买者（出口）的以及美国居民从国外购买（进口）的商品和服务。外贸市场上的实际交易价格被用来计算这些指数。自愿受访者被要求提供尽可能接近每个月第一个营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业日的实际交易价格。进口价格信息最好为外国港口的船上交货（FOB）价格。这是不含保险、运费或关税（CIF）的价格。但如果价格无法获得，则使用CIF价格。出口价格最好是船边交货（FAS）价格，即在美国港口登船的价格。由美国能源部收集的数据被用来计算原油进口价格指数。

这些贸易指数数据主要是用来对国际最终使用的月度贸易数据、国民收入和生产账户的季度数据，或国际收支平衡表数据进行平减。此外，劳工统计局认为这些数据能够很好地衡量美国的工业竞争力。

市场反应

金融市场并不总对进出口价格数据感兴趣。尽管经济学家们从20世纪90年代这些数据开始每月发布的时候就关注它们了，但直到2004年，金融市场参与者才把它们视为通货膨胀的先行指标。由于进口在美国的商品和服务需求中发挥了越来越重要的作用，进口价格的变动也会对国内通货膨胀的变动产生更大的影响。人们可以关注石油和非石油进口价格，这些数据有助于预测主要价格的变动方向。事实上，PPI中的能源部分和石油进口价格指数的变动方向相同，但变动幅度不一样（见图7—3）。

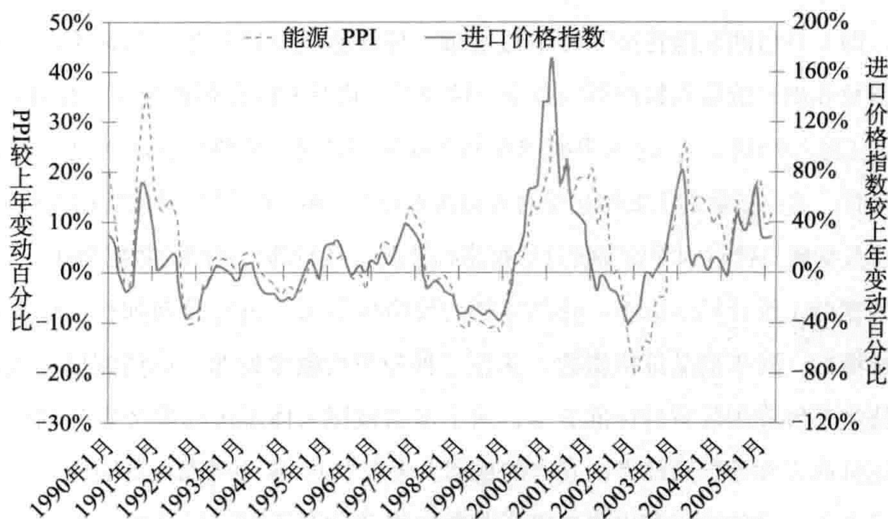


图7—3 进口石油价格指数与PPI中的能源价格

说明：进口价格指数的能源部分的年度变动要明显大于PPI中相似组成部分的年度变动。需要注意的是，在绝大多数时候，二者密切相关。

资料来源：劳工统计局和哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意！

我们一般都习惯于分析经过季节性调整去除了季节因素影响的月度数据。但事实上，进出口价格数据并未经过季节性调整，因此需要分析不止一个月的数据来确定潜在的通货膨胀率。

个人消费支出平减指数

商务部经济分析局在每个月结束的大约四周后发布个人收入和支出数据的同时，报告个人消费支出平减指数（PCE）。数据经过季节性调整。

不管以何种形式，PCE 数据一直以来都是可以获得的。但是，市场参与者往往并不密切监测它们。在 20 世纪 90 年代末，美联储主席艾伦・格林斯潘说，较之 CPI 他更偏好 PCE，因为它能够更为准确地对消费物价上涨进行评估，其原因在于它是一个变量而不是一个固定篮子的商品。此外，PCE 是一个链式加权指数。作为一个生活成本指数，这增加了它的吸引力，因为它比固定权重的 CPI 更为准确地反映了“真相”。

需要记住的是，PCE 是基于 CPI 的。经济分析局使用由劳工统计局编制的许多特定的商品和服务的价格指数。他们随后将这些较低层级的价格指数合并入链式加权指数，最终成为 PCE。在 2002 年 8 月，劳工统计局引入了链式加权 CPI，它与 PCE 相类似，但不完全相同。这两个指数往往同向变动，但变动幅度并不总是相同。

由于消费者会基于价格水平和价格变化不断地调整他们的支出模式，毫无疑问，由 PCE 表示的通货膨胀率要低于 CPI-U 或链式加权 CPI。虽然 PCE 更多地反映了消费者的实际支付情况，但它或许并不能反映出真正的生活成本，因为当消费者基于价格来改变其支出时，他们可能并非同样富裕（见图 7—4）。有些时候我们改变支出模式购买更低价的产品是因为我们不得不如此（由于收入限制），而不是因为我们认为吃人造蟹产品要比吃真正的蟹肉好。

无论如何，美联储现在将他们对 PCE（扣除食品和能源）的预期包括在他们每半年向国会所做的货币政策展望中。再次强调，美联储希望确定的是核心的、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

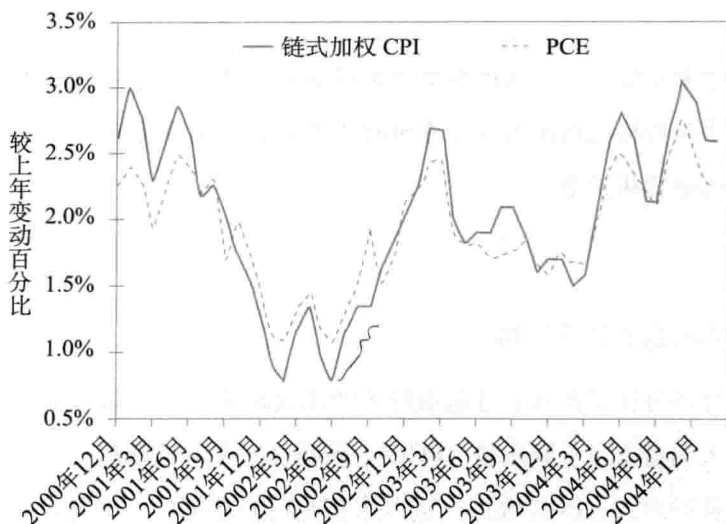


图 7—4 链式加权 CPI 与 PCE

说明：链式加权 CPI 的年度变动与 PCE 有密切联系。但是，由于衡量的商品篮子不同，二者的变动方向并不总是一致。

资料来源：劳工统计局、经济分析局和哈弗分析。

潜在的通货膨胀率，而不是月与月之间存在大幅度波动的通货膨胀率。

在 2004 年，PCE 的另一个亚成分变得热门：基于市场的 PCE 和基于市场的扣除食物和能源的 PCE。按照经济分析局的说法，它是基于可观测到价格的家庭支出。它扣除了未直接衡量的商品和服务价格。

市场反应

相比较同时发布的个人收入和个人消费支出数据，金融市场参与者似乎对 PCE 更感兴趣。当然，流行一时的指标总是取决于当前的经济状况。当通货膨胀尚未出现时，消费者并不怎么担心平减指数的月度变化。但当经济正在经历稳健的扩张时，对通货膨胀的担忧就比比皆是了。

季度指标

GDP 平减指数

GDP 平减指数是一个全面的通货膨胀衡量指标，因为它包含了所有经济部门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价格变化：消费品、资本品、外贸部门和政府机构。虽然所有的通货膨胀指标随时间推移会同向变动，但 GDP 平减指数、CPI 和 PPI 的季度数据间并不存在严格的相关性，尽管 CPI 和 PPI 的子构成部分会被用来对按类别分列的 GDP 数据进行平减。经济分析局在每个季度结束的约四周后发布 GDP 平减指数、国内生产总值和国民收入数据。数据经过季节性调整。

GDP 平减指数的计算基于链式加权，它的计算和解释都有些复杂。当使用固定权重指标来计算增长率时，时间离基期越远，准确性就越差——高估未来并低估过去。经济分析局曾经尝试通过每五到十年调整 GDP 基期来缓解这一问题。历史数据被重新改写，但是对过去的衡量仍然是不准确的。

链式加权指数是一个“费雪理想”指数。该指数是派许和拉斯拜尔这两种指数估计方法的几何平均。一种（派许）方法假定第一年的价格保持不变，然后基于第一年的价格计算第二年的假定支出。另一种（拉斯拜尔）方法计算第二年的实际支出，并基于第二年的价格计算第一年的假定支出。取两者结果总数的平方根就得到了两种估值的均值。经济分析局每年而不是每季度计算费雪理想链式加权指数。测度的季度值与第二种估值方法非常近似。实际链式加权美元权重滞后一年。

原则上，GDP 平减指数的季度变化应与 CPI 和 PPI 的季度变化差异不大，因为经济分析局使用 CPI 和 PPI 的几个子构成部分来对 GDP 的构成部分进行平减。

通常情况下，用 GDP 平减指数衡量的通货膨胀率要低于用 CPI 衡量的通货膨胀率，因为资本品价格（包含在 GDP 中，但不包含在 CPI 中）要比消费品价格便宜。此外，资本设备反映了更多的高科技产品，其价格可能会随时间推移大幅下跌。但从长远看，这些指标的变动方向相同。当 CPI 和 PPI 表现出一个更为温和的通货膨胀率，GDP 平减指数也会如此。图 7—5 描绘了链式加权 GDP 平减指数、所有城市消费者的 CPI 和制成品 PPI。

市场反应

金融市场参与者急切地等待着 GDP 平减指数数据的发布。平减指数的加速上升对所有市场而言都是坏消息。股票价格下降，债券价格下降（收益率上升），美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

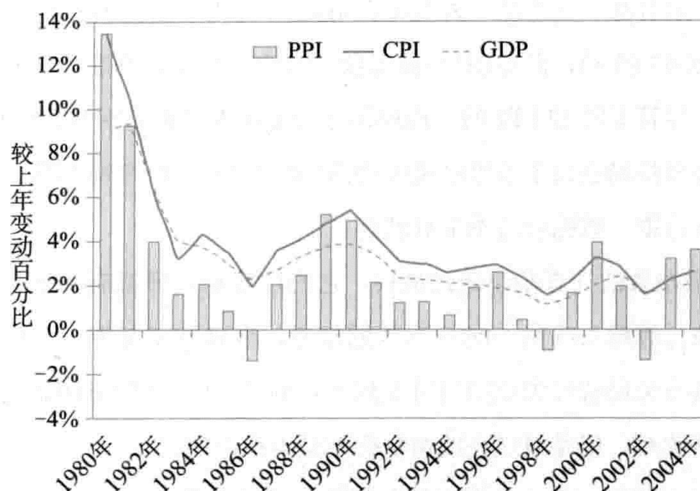


图 7—5 可供选择的通货膨胀率

说明：可供选择的通货膨胀率衡量指标往往同向变动，但变动幅度不同。

资料来源：劳工统计局、经济分析局和哈弗分析。

元价值也会下跌。通货膨胀指标的放缓会产生相反的效应：股票和债券价格以及美元的外汇价值都会上升。

注意！

发布频率较低的数据（如季度平减指数）的波动性可能会低于发布更为频繁的月度指标，但是 GDP 平减指数会不时出现异常变动。因此与之前一样，最好监测数据的变动趋势，而不是只看报纸标题上的表面数值。例如，政府支出的增长通常发生在第一季度，这会带来政府部门平减指数的上升，还有可能导致总平减指数的上涨。无法使用季节性调整对这种年度支出的上涨做出考量，因为每一年的增长幅度都不相同。

原油或其他进口产品价格的变化会对平减指数产生显著影响，而这些影响并不总是直观的或合理的。大多情况下，它们暗示着会计问题的存在，这可以通过关注两个或三个季度的价格平减指数来解决。当进口价格大幅上涨，GDP 平减指数会显著放缓，因为在美国之外生产的商品和服务要从 GDP 中扣除。当价格上涨，更大的进口美元价值会从 GDP 中减去。进口价格的上涨最终应该表现为消费者和企业支付的价格上涨，但是有些时候，进口商支付的价格和消费者支付的价格之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间会存在时滞。因此，某季度的高进口价格（以及 GDP 平减指数的小幅上涨）往往伴随着下一季度稳定的进口价格（以及 GDP 平减指数的大幅上涨）。进口价格的变化不仅仅源自商品和服务价格的变化，还可能源于美元外汇价值的变动。

工资膨胀

在讨论商品价格、PPI、CPI 或 GDP 平减指数时，我们关注的是商品和服务的价格。通货膨胀还有另外一种情况。我们来看看企业的主要成本——劳动力，而不是产品价格。工资是价格的一种表现形式，因此也是一个通货膨胀指标。如果工资的上涨没有伴随着生产率的提高，生产者的成本上升，消费者支付的价格也不得不上升。

下面的部分将介绍三种可获得的且被金融市场参与者和联邦政府决策者监测的工资膨胀指标。

工资膨胀月度指标

平均时薪

劳工统计局在每个月结束的一周后发布平均时薪和就业形势数据。来源于机构调查的月度工资数据是在扣除税收、社会保险和额外福利之前的数值。它们包括对加班、节假日、休假和病休的支付，但不包括补发工资或奖金，除非它们是在每个支付期被有规律地赚取和支付的。数据经过季节性调整。

私营行业工人的平均时薪是用所发布的每个行业非农就业人口工资总额除以总工作小时数（政府雇员除外）得到的。时薪数据反映出了基本小时工资率的变动以及额外工作时间带来的加班费增加。例如，如果员工在 40 小时工作周里每周工作 40 小时，不会有加班费，但如果他们在某一周工作了 42 小时，他们将为这额外的两小时获得相当于原工资一倍半的加班费。但是，实际的小时工资率并没有发生变化。计算出来的平均时薪数据是具有误导性的，因为整体而言，小时工资并没有增加。低薪工作和高薪工作雇员相对数量的变化也会影响平均时薪数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这类似于可变与固定篮子的问题。假设制造商在某一个月雇佣熟练的机械师，而在下一个月改用机械师学徒。与学徒被雇佣的那个月相比，熟练工人被雇佣的那个月的平均时薪将表现出更大的增长。

我们能够获取采矿业、建筑业、制造业、运输及公用事业、批发贸易、零售贸易、金融、保险和房地产，以及服务业的经季节性调整的平均时（和周）薪数据。劳工统计局甚至通过假设加班时间按照原工资的一倍半支付来估算扣除加班费的制造业的平均时薪。此外，劳工统计局将当期美元数据除以城市工薪阶层和文职人员的消费者价格指数（CPI-W）来估计以不变（1982 年）美元计算的总私营部门平均时薪。

因为就业人员或加班的变化会导致数据存在差异性，不应将太多注意力放在平均时薪上；它们并不能代表雇主的劳动力成本。其他通货膨胀指标往往同向变动，工资膨胀指标也是如此。平均时薪是工资膨胀唯一的月度指标，因此它是那些每季度计算但对职业或行业变化以及加班费进行调整的其他指标的很好的替代指标。

市场反应

尽管平均时薪存在波动性，但金融市场参与者很重视平均时薪数据：它是每个月最早发布的通货膨胀信息。平均时薪的飙升对所有市场——股票市场、固定收益市场和外汇市场——来说都是负面消息，因为它预示着通货膨胀压力。

注意！

你决不能只看平均时薪月度变化的表面数值。即使经过了季节性调整，由于雇员或加班变化带来的混合效应将会使数据序列出现不规则变动。依照惯例，应关注平均时薪的年度变化来减少月度波动带来的影响。要看这一具有波动性的数据序列的长期趋势。

如果平均时薪的月度增长非常大，你可以检查一下是不是制造业部门的加班时间增加了。最后，这一数据序列被频繁修订。要注意检查对之前月份数据所做的修订。最初发布的月度增长是 0.6%，传递出令人担忧的通货膨胀信号，但两个月之后的数据修订很有可能使其大幅降低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提醒自己要关注长期趋势。尽管你不应该完全忽视平均时薪在某个月的异常变动，但也不要太过于担心。除了关注如图 7—6 所示的年度变化外，还可以关注其月度变化的三个月移动平均值。

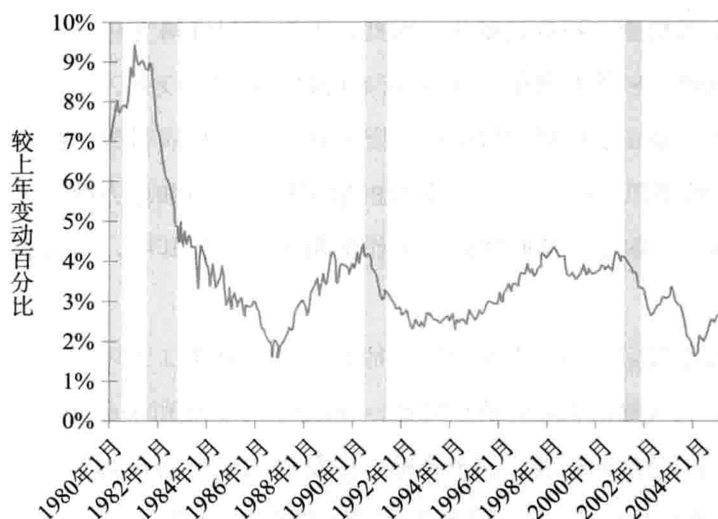


图 7—6 平均时薪

说明：平均时薪的月度数据如此多变以至于年度变化也并不稳定。大部分的年度数据表现出了更为平滑的变动模式。

资料来源：劳工统计局和哈弗分析。

工资膨胀季度指标

就业成本指数

就业成本指数（ECI）由劳工统计局每季度发布，衡量了包括工资和薪金变化以及雇主福利成本变化的总就业报酬的变化率。就业成本指数衡量的是不受职业和行业间变化影响的劳动力成本的变化，而职业和行业间变化是每月发布的平均时薪数据的一个主要问题。调查每季度进行，针对的是 3 月、6 月、9 月和 12 月这四个月份包含 12 日的那个工资结算周期。数据通常在调查的下一个月的最后一个星期五发布。数据都经过季节性调整。

就业成本指数涵盖了在私营非农和公共部门的所有机构和职业的工资和福利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据。在工资和薪金方面，它不受劳动力变化的影响，因为它描述的是采用一组固定劳动力投入的成本。（它与 CPI 和 PPI 相类似，因为它是固定权重指数。）但是，福利成本部分并不是固定的。它提供了固定劳动力的福利成本的变化，但并不反映同一个福利篮子的价格变化。因此，如果福利价格变化（假日薪酬上涨），或福利发生变化（额外的假期），福利成本指数也会发生变化。

每个季度，规定工时平均每小时工资和薪金率以及福利数据收集自涵盖私营行业 9 700 个样本机构约 43 000 个职业的概率样本。州和地方政府调查 800 个样本机构约 3 500 个职业。某些特定的工作类别被包含在其中，以代表更广泛的职业定义。

工资和薪金被定义为每小时规定工时工资率。（如果工人不是按小时支付，那么用规定工时收入除以相对应的小时数。）规定工时工资和薪金是指工资扣款前的总收入。它们不包括加班费、倒班补助，以及替代工资增长的非生产性奖金。生产性奖金、激励收益、佣金支付和生活成本调整被包括在规定工时工资和薪金率中。

就业成本指数所涵盖的福利众多。它们包括带薪休假（休假、假期、病假）、附加工资（加班费、倒班补助和非生产性奖金）、保险福利（生命、健康、疾病和意外）、退休金和储蓄福利（养老保险、储蓄，以及节约储蓄计划）、法律规定的福利（社会保障、铁路退休和补充退休年金、联邦和各州的失业保险金、工伤赔偿和其他法定福利），以及诸如遣散费和补充失业计划等其他福利。

指数涵盖的地理范围包括所有州和哥伦比亚特区。发布的统计数据有针对大都市地区的，也有反映美国整体平均水平的。就业成本指数与 CPI 相似，因为它考虑了地区间的差异。

在计算季度数据的百分比变化时，为了便于比较通常会对数据进行年化处理。但就业成本指数并不如此，如表 7—3 所示。要注意，就业成本指数的季度变化率与年度变化同时发布。

就业成本指数的工资和薪金部分与每月随就业报告一起发布的平均时薪数据存在一定的相关性。但是，平均时薪数据可能会因职业或行业构成的变化而扭曲，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就业成本指数则已对其进行了调整。二者的季节性调整因子也可能有所不同。

表 7—3 **就业成本指数**

	3个月变化，经季节性调整				12个月变化，未经季节性调整			
	2004年3月	2004年6月	2004年9月	2004年12月	2004年3月	2004年6月	2004年9月	2004年12月
报酬	1.1	0.9	0.9	0.7	3.8	3.9	3.8	3.7
工资和薪金	0.6	0.6	0.7	0.4	2.5	2.5	2.4	2.4
福利成本	2.4	1.8	1.1	1.4	6.9	7.2	6.8	6.9

资料来源：劳工统计局和哈弗分析。

负责设计和进行这一调查的劳工部提醒用户要注意该指数的局限性。就业成本指数不是对雇佣劳动总成本变化的衡量。例如，它并不估算培训费用，也不包括补发工资。这一指数并不涵盖所有的美国雇主和员工，但它几乎涵盖了民营非农业经济中的所有工人。出于显而易见的原因，它不包括个体经营者。

市场反应

像对其他任何通货膨胀指标一样，金融市场参与者也会对就业成本指数做出反应。从 1995 年起，当几位美联储官员，包括随后的副主席艾伦·布林德和主席艾伦·格林斯潘说他们监测这些数据后，这一指数就变得尤为重要了。20 世纪 90 年代中期劳动力市场的紧张在很大程度上提升了市场对作为通货膨胀先行指标的劳动力成本的兴趣。

注意！

先来看就业成本指数的季度变动模式。即使经过了季节性调整，该指数仍然偶有异常波动。处于稳定趋势或上升趋势的就业成本的突然大幅上涨是一个潜在的不安因素，而且也应被视为如此。处于下降趋势中的就业成本的突然上涨更有可能是一种脱离常规的异常变化。下面来看工资和薪金以及福利的价格变化。工资和薪金对周期性衰退的调整更为迅速。出于这个原因，工资和薪金的增长速度可能会低于福利的增长速度，即使是在长期的严重的经济衰退之后。福利包括医疗保险费用，它在通胀总体减弱很久以后仍快速上涨。相反地，1995—1999 年，保健费用增长的放缓抑制了总就业成本指数的上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生产率和成本

生产率和成本数据由劳工统计局编制和发布。这些季度数据在经济分析局发布国内生产总值和国民收入之后发布。大多数经济报告都是按月或按季度在每个月大致相同的时间发布，但是生产率和成本数据一年发布六次，在 2 月、3 月、6 月、8 月、9 月和 11 月的第二或第三周发布。生产率和成本经过季节性调整，且计算出的百分比变化是年化值。

生产率和成本数据共有三大类：企业、非农企业，以及制造业。制造业可以进一步划分为耐用品和非耐用品。制造业的数据来源和计算方法与企业和非农企业不同，因此这些指标不能直接比较。企业和非农企业数据来自于经济分析局，并基于国内生产总值；制造业指标则基于联邦储备系统理事会发布的工业生产数据。生产率和成本这一名称代表了三组数据：生产率等同于每小时的产出；成本是指每小时报酬和单位劳动力成本；与之前所描述的收入数据不同，生产率和成本数据代表了真正的企业成本。

生产率描绘了产出和与其对应的劳动投入之间的关系。简而言之，它是产出与工作时间的比率。尽管每小时的产出取决于很多因素，如资本投资、技术变革、产能利用率、管理技术，以及工人的特点，但这些影响因素在生产率指数中不加以区分。为了得到每小时产出的衡量指标，劳工统计局需要计算企业部门的劳动力输入和输出。工作小时数和就业数据的主要来源是针对就业形势进行的月度机构调查。每周工时数据被调整以适用于“工作时间”定义，使用的是劳工统计局为此进行的工作时间调查。住户调查提供的是农业部门的数据，而政府企业、独立业主、无薪酬的家庭雇佣以及有薪酬的私人家庭雇佣的数据则来自于国民收入账户。企业产出等于实际国内生产总值（2000 年美元价值）减去一般政府、非营利性机构和私人家庭的产出。与这些类别相对应的劳动投入也被扣除。在 2000 年，企业产出占 GDP 的 78%，而非农企业产出占 GDP 的 77%。

总制造业指标的计算是将耐用品和非耐用品部门的数据进行加和。耐用品生产包括初级金属；金属制品；工业机械和设备；电子和其他电子设备；运输设备；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仪器；木材及制品；家具及固定装置；石头、黏土和玻璃制品；以及其他杂项制造商。非耐用品行业包括纺织产品；服装产品；纸及有关制品；皮革及制品；印刷和出版业；化学品和产品；石油产品；橡胶和塑料制品；以及食品和烟草制品。

每小时报酬的计算所使用的数据来自于国民收入账户，劳工统计局对其进行调整以包含针对私人业主工作时长的工资、薪金和补助的估计值。报酬包括工资和薪金（包含倒班补助和加班费）、实物支付、佣金、补助、雇员福利计划和税收的雇主供款。每周工作时间包括所有需要进行支付的雇员工作小时数，包括带薪休假。当期美元数据要使用所有城市消费者的 CPI 来进行调整，从而得到通货膨胀调整数据。

最后，**单位劳动成本**等于每小时报酬除以每小时产出。如果每小时报酬的增长没有被每小时产出的增加所抵消，那么单位劳动成本上升。这表明生产率是工资—价格关系中的一个重要因素。只要生产率上升，工资就有可能在不给单位劳动成本和通货膨胀带来上行压力的情况下上涨。在经济衰退之年，生产率通常会下降，因为生产者受到的裁员限制要超过他们对产品生产的削减。从图 7—7 中可以看出，生产率在最近的两次衰退中（1990—1991 年、2001 年）为正；而在衰退之后的年份（1991 年、2002 年）中，生产率增长加速。在这两次衰退之后经济复苏的最初几年，就业增长都非常有限——低于衰退之后经济复苏早期的平均水平。

市场反应

与月度统计数据相比，金融市场参与者似乎对季度统计数据不那么热衷。或许这是因为人们对月度数据更为熟悉。尽管如此，他们认识到生产率的上升对整个经济和通胀环境是有利的。由于伴随着生产率提高的工资增长并不被认为是通货膨胀，1996 年和 1997 年劳动力市场的紧张使得生产率和生产成本报告变得更为重要。从那时候起，市场参与者便一直关注这份报告。

报酬和单位劳动成本上升预示着通货膨胀前景不佳。通货膨胀对所有市场——固定收益市场、股票市场和外汇市场——的影响都是负面的，所以这些市场都会同向变动。尽管如此，市场往往对生产率和成本数据的发布毫无反应，但交易商可能会将其作为一个借口来确认当前积极或消极的市场情绪。你永远都无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

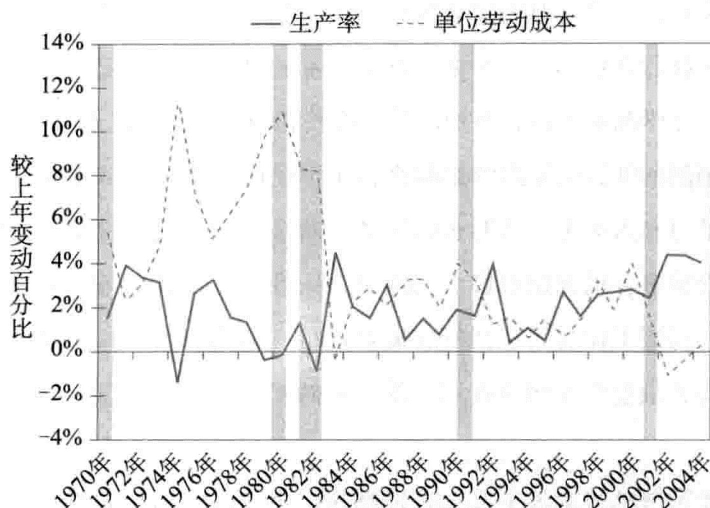


图 7—7 非农商业部门生产率和单位劳动成本

说明：生产率和单位劳动成本随商业周期变动。20 世纪 90 年代和 21 世纪的生产率和劳动成本趋势看起来比图中描绘的较早时期的趋势更有利。

资料来源：劳工统计局和哈弗分析。

法预知这些数据是令人兴奋的还是令人昏昏欲睡的。

你知道吗？

我们通常监测的生产率数据衡量的是劳动生产率。德利佳华（Dresdner Kleinwort Wasserstein）的经济学家戴维·欧文认为，多因素生产率能够更好地衡量经济中的资本回报率。毕竟，生产率的提高不仅仅是因为劳动力资源得到了更好的培训，当新的更高效的资本投入使用，生产率水平也会上升。但多因素生产率的衡量也更为困难。[5]

注意！

了解生产率正常的、周期性的行为非常重要。生产率往往在经济处于下行阶段，企业已经开始减产但缓慢裁员时下降。当经济开始复苏，生产率将上升，因为生产者最初会在不重新雇用工人的情况下提高产量。

生产率和成本数据的来源很多——国民收入和生产账户、美联储的工业生产数据、就业调查。其结果就是对源数据所做的任何修订都会导致生产率、报酬和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单位劳动成本的修订。修订主要源自于国民收入账户和就业数据的频繁变动。

使用生产率和单位劳动成本数据可以更好地预示未来长期的通胀环境。只要单位劳动成本保持在较低水平而生产率稳健增长，出现加速通胀前景的可能性就很小。因为劳动力成本占到了企业总成本的3/4，只要单位劳动成本保持适度，产品价格就不必上涨。

本章要点

- 通货膨胀对任何人而言都是坏消息。在通胀加速时，股票价格、债券价格和美元价值都会下跌。
- 通货膨胀率下降会导致股票和债券价格反弹，美元价值上升。
- 通货紧缩同样是坏消息，因为它可能会迅速地螺旋式下跌，并导致严重的经济衰退。
- 稳定的价格是最好的。但是当测度的CPI或PCE的年变化率为1%～2%时，价格通常就被认为是稳定的。
- 通货膨胀指标比比皆是。石油价格或CRB指数的长期趋势比日波动更能反映通货膨胀压力。
- 大多数通货膨胀指标同向变动，尽管其变动幅度并不一定相同。因为有些指标（CPI和PPI）被用于构建其他的指标（GDP和PCE），这一结果并不令人感到惊讶。
- 提高生产率是抑制通货膨胀的关键，生产率的提升能够在允许工人工资上涨的前提下降低生产者的成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

劳动力市场

金融市场参与者、联邦政府决策者和媒体密切监测着主要的劳动力市场指标。当然，不是所有的指标都获得同样的关注——有些指标明显要比其他指标更为重要，尤其是那些最为及时的指标。

周度指标

首次申请失业救济的人数

首次申请失业救济的人数数据每周发布。每周四，劳工部的就业和培训部发布截止于周六的前一周的首次申请失业救济的人数。数据代表的是实际记录在案的申请，由州失业救济机构编制，而不像月度就业报告是来自于调查。这是一个非常重要的区别。很多人认为一个国家的失业率是基于申领失业救济金的人数，但事实并非如此。这两个独立的指标仅在理论上相关，在统计意义上则不然。

失业保险计划涵盖了所有 50 个州以及哥伦比亚特区、波多黎各和维尔京群岛。尽管新申请的人数经过季节性调整，但周度数据仍然高度不稳定，所以使用一周的数据来断然确定新的趋势是不明智的，因为节日期间的数据尤其容易产生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误导。标准的季节性调整过程通常使用过去五年的数据来计算适当的季节性调整。但由于每年的节假日并不总是在同一周，调整过程就存在缺陷。解决这一问题的最好方法是使用该数据的四周移动平均值，如图 8—1 所示。

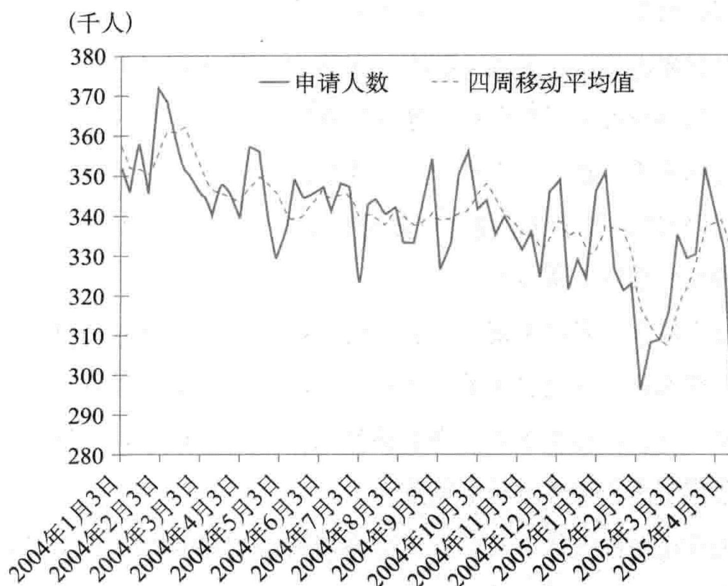


图 8—1 初次申请失业救济的人数

说明：初次申请失业救济保险的四周移动平均值比实际周度波动表现出了更为一致的趋势。

资料来源：劳工部就业和培训部和哈弗分析。

从长期看，初次申请失业救济的人数与劳工部劳工统计局发布的月度就业统计数据紧密相关。通常情况下，市场参与者会基于首次申请失业救济的人数做出对就业形势的预期，很多经济学家使用首次申请失业救济的人数来预测非农就业人口，但成功率平平。因为二者的数据来源不同，有很多原因都可以解释初次申请失业救济的人数和就业形势之间的月度差异，包括不同的季节性调整因子、不同的样本和其他统计上的问题。

就业和培训部也发布持续申请失业救济金的人数。这些数据与新的失业救济申请数据同时发布，但存在两周而非一周的滞后。持续领取失业救济金的人数增加表明劳动力市场疲软，工作很难找到；而持续领取失业救济金的人数下降则表明就业前景好转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场反应

就像之前提到的，金融市场参与者更偏好频繁发布的数据。指数发布越频繁，交易者对当前经济情况的反馈越多。如果没有这些高频指标，交易者将更倾向于对预测或传言做出反应。如果可以选择的话，真实的数据要优于预测的数据，即使真实数据会被多次修订。当美国经济1990年初次陷入衰退，1991年经济复苏萌芽初现时，市场参与者每周都在焦急等待着数据的发布。在1997年当劳动力市场在经济扩张的成熟阶段收紧，市场产生通货膨胀预期时，以及在2001年衰退之后当GDP增长开始加速但非农就业人口却没有相应变化的时候，金融市场参与者也都密切关注着失业救济申请情况。

固定收益市场参与者将申请失业救济的人数上升视为利好消息，因为这表明劳动力市场日益恶化。日益恶化的经济环境以及缺少通胀压力意味着利率将会下降，债券价格反弹，收益率下降。当经济疲软达到一定程度，有可能会促使美联储通过降低联邦基金利率来放松信贷条件。

当申请失业救济的人数上升，外汇交易者将会出售美元，因为日益衰退的经济意味着低利率水平。只要美国的投资收益低于外国的投资收益，美元的需求就会下降，外汇市场上的美元将会贬值。

当申请失业救济的人数上升，股票价格很可能会下降。尽管利率下降对于股票市场而言是好消息，但疲软的经济预示着公司利润不佳，而公司利润是提升股票价格的命脉。

注意！

检查报告周中是否包括假期。例如，2月份的总统日是政府工作人员的联邦节假日，失业救济办公室不办公，而且在那一周，州失业办公室的工作人员只有四天处理失业救济申请，而不是通常的五天。缩短的工作周可能会导致新申请人数在约350 000的基础上下降约20 000。假期之后那一周的申请人数通常会表现出比正常情况更大幅的增长，实际上是对前一周假日的弥补。每年的10月标志着整个秋季和冬季若干假日的开始。因此从10月到来年2月底，申请失业救济人数是极度不稳定的，所以永远不要只看表面的周度数据。该数据的四周移动平均值往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往更可靠。

除了节假日外，一些特殊因素也会影响每周的申请人数。例如，汽车机械装备的更换通常发生在每年 7 月。如果汽车制造商将装备更换改在另一周进行，那么当月的季节性调整将不再适用。要千万注意这一点！

不要落入这样一个陷阱，认为所发布的首次申请失业救济的人口数量下降就自动意味着非农就业人口的上升。申请失业救济是裁员的直接结果。仅仅是被裁员人数减少的话，则并不意味着雇主增加了雇佣人数。

即使你看的是申请失业救济的人数的四周移动平均值，也要注意关注数据的趋势而不是每一周的数据。在一个申请人数上升的环境里，你可能会看到利率的下降，尤其是当经济走向衰退时。另一方面，当申请失业救济的人口数量处于下降趋势，经济复苏可能就在眼前，利率将会很快开始回升。申请失业救济的人数是一个很好的经济活动先行指标，虽然其领先的时间可能有几个月。首次申请失业救济的人数是构成经济咨商局先行经济指标指数的十个经济指标之一。

在漫长的经济衰退或高失业率时期，联邦政府可以宣布劳动力市场进入紧急状态，允许已经用尽救济金但仍未找到工作的工人申请扩大失业救济金给付或申请紧急救济。这些有资格申请扩大救济金支付的失业工人将在新的项目下备案，数据将由相关机构单独发布。紧急救助数据不经通货膨胀调整，每个州的失业保险救济金都有所不同。

月度指标

就业形势

劳工部劳工统计局每月发布就业报告，发布时间是每月结束的一周后——通常是每月的第一个星期五。劳工统计局报告包括若干经济指标，每一个都被用于不同的分析。金融市场参与者喜欢就业报告，因为它的发布非常及时。经济学家们也喜欢报告的及时性，但更欣赏它丰富的信息细节。如果我被迫只能选择一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济指标来监测，那我一定会选择它！

失业率

失业率是最常见的经济指标之一，可能仅次于 CPI。失业率在经济周期性衰退期上涨，在经济快速增长期下降。全美国失业率数据来自于商务部人口普查局所进行的调查（通过流动人口调查），调查针对约 72 000 个住房单元，产生的可用样本包含 60 000 个家庭。但数据的分析是由劳工部劳工统计局进行的。受访者在电话采访中被问及自己和家里每一个超过 16 周岁的人在包含 12 日的那一周的就业状况。

如果受访者在包含 12 日的那一周处于工作状态，他们就被视作就业人口并被计入劳动力人口。如果工人在一个家庭经营的企业中每周工作超过 15 小时，即使他们并没有获得工作报酬，也被视作是处于就业状态的。处于劳资纠纷中（罢工或被禁止进入工作场所）的工人，以及因疾病、恶劣天气或个人原因无薪休假的工人也被视作就业人口并被计入劳动力人口。个体经营者和农场工人也都被包括在调查中。调查还包括在美国生活和工作的外国公民——但不包括那些居住在大使馆的外国公民。访问者不仅会询问受访者是否处于就业状态，还会询问那些在相关日历周没有就业的个人是否在过去四周内积极寻找过工作机会，是否会在未来 30 天内去新的工作单位报到，或者是否在等待被当初解雇他们的公司召回。如果是上面三种情况中的一种，该工人就处于失业状态，但是仍然是劳动大军中的一员。属于以下类别的个人将不被计入劳动力人口：“在自己家里从事家务劳动”、“在上学”、“不能工作”（由于长期的身体或精神疾病）、“退休”和“其他”。

如果失业工人不找工作的主要原因是以下之一，他们就被划分为“丧志工人”（discouraged workers）：认为在其工作领域没有工作可找，找不到任何工作，缺乏必要的教育、培训、技能或经验，雇主认为他们年纪太大，或其他类型的歧视。这也是流动人口调查（CPS）在 20 世纪 90 年代重新设计时所涉及的层面，以便获得更为精确的数据，因为丧志工人在政治上通常是一个爆炸性问题。CPS 现在明确规定，个人必须在过去的 12 个月中曾寻找过工作而且当前可以接受一份工作。顺便说一下，在新的定义下，丧志工人的数量减少了一半。1993—1994 年，经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呈现好转趋势，但使用原来方法得到的数据显示，在 1993 年的第四季度，丧志工人数量超过 110 万，而在使用新方法的统计下，1994 年 1 月份的丧志工人人数骤降至 60 万。到 2000 年 8 月，当经济增长势如破竹，丧志工人人数下降至 20.3 万。但在 2001 年 3 月开始的经济衰退之前，这一数字就已经开始回升，并在 2004 年 8 月达到了 53.4 万的高点。

一旦我们知道了就业人数和失业人数，我们就能计算失业率了。劳动力人口是就业人口和失业人口的总和。失业率等于失业人口数量除以劳动力总人数。

$$\frac{\text{失业人数}}{\text{就业人数}+\text{失业人数}}=\text{失业率}$$

分子（失业人数）或分母（劳动力总人数）都能够引起失业率的变化。只要劳动力总人数上升（就业人口未同等上升），或是失业人口数量增加（劳动力总人数不变），失业率就会上升。相反地，劳动力总人数的下降，或失业人口数量的下降，将会导致失业率的下降。

一个人在成为就业人口之前，必须要属于劳动力人口（除非求职者足够幸运能够在求职的第一天就找到工作）。根据定义，每当人们第一次开始找工作，劳动力就增加了。有人可能进入劳动力市场，并在一个月内找到工作。在这种情况下，劳动力人口增加 1，就业人口也增加 1，即就业人口和劳动力人口将会增加相同的数量。因此，劳动力人口的上升并不总是会导致失业人口数量的增加。

失业率被认为是经济活动的滞后指标。在经济衰退期间，很多人退出劳动力大军（有可能会成为丧志工人，或去学校学习，或从事家务劳动），因为他们认为自己无法找到工作。如果一个人不属于劳动力人口，就不能被计入失业人口。因此，失业率在经济衰退期间可能会被低估。在经济复苏的早期阶段，劳动力增长加速，因为更多的人会重新回到劳动力大军中，相信现在能够更为容易地找到工作。出于这个原因，他们开始求职；但可能仍然需要花上几周或几个月的时间找到工作。与此同时，他们会被计入失业人口和劳动力人口，而在之前他们并未被计入。

你知道吗?

经常有人问我哪些家庭会被选中参与就业调查。据一位劳工统计局的经济学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家透露，人口普查局有一份来自于每十年一次的人口普查的美国所有家庭的列表。它随后会建立一个抽样框架，保证国内所有地区都被合理采样。人口普查局的局长会给有意参加者写一封信，强调整个过程完全自愿的性质。仅有约4%的人会拒绝这一“邀请”——另外有3%～4%的人会因其他原因没有参加的资格。第一次的采访往往是私人访问。每位受访者连续四个月接受访问——然后在随后的八个月退出样本——然后再进入样本，连续四个月接受访问，最后永久地退出样本。[1]①

为了衡量失业率，劳工统计局基于住户调查编制了一系列的统计数据。表8—1显示了16岁以上的男性和女性平民劳动力人口和就业情况。就业的细节是惊人的，但是为了解宏观经济，并没有必要按性别或种族来区分不同年龄组的失业率。但很重要的是，要注意区分成年男性（20岁或以上）、成年女性和青少年（16～19岁）的就业行为。他们的就业和劳动力表现往往每月都有所不同，这和季节性调整的目的相关联。很多成年女性会在每年6月学年结束时离开劳动力市场，并在9月学校重新开学后再进入劳动力市场，从而能够与她们的孩子的时间表相一致。如今劳动力市场中女性的季节性行为与20世纪50年代和60年代时相比已经不那么明显了，但这一模式仍然存在。正好与之相反，大部分青少年会在学年结束时进入劳动力市场，在新学年开始时再离开劳动力市场。季节性调整机制能够轻而易举地解决这一问题。

表8—1　　住户调查，部分数据（千人，经季节性调整）

平民（16岁及以上）	2004年10月	2004年11月	2004年12月
平民劳动力	147 893	148 313	148 203
平民参与率（%）	66.0	66.1	66.0
平民就业人口（16岁及以上）	139 827	140 293	140 156
平民就业人口占总人口比率（%）	62.4	62.5	62.4
失业人口（16岁及以上）	8 066	8 020	8 047
平民失业率（%）	5.5	5.4	5.4
不在劳动力市场	76 299	76 109	76 437
不在劳动力市场：现在想要工作	5 338	5 087	5 021

资料来源：劳工统计局和哈弗分析。

① 即4—8—4样本轮换。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成年男性、成年女性和青少年就业的周期性行为也存在差异。历史数据显示，在经济衰退期，男性失业人数的增加要高于女性，其原因是制造业和建筑行业的成年男性数量较多，这些行业比服务行业更容易裁员。在经济扩张时期，成年女性的失业率往往高于成年男性。在 20 世纪 80 年代和 90 年代，男性和女性失业率之间的差别明显缩小。因此现在这两个群体的失业率在经济扩张和衰退时更为近似，但仍有一些旧的模式存在（见图 8—2）。

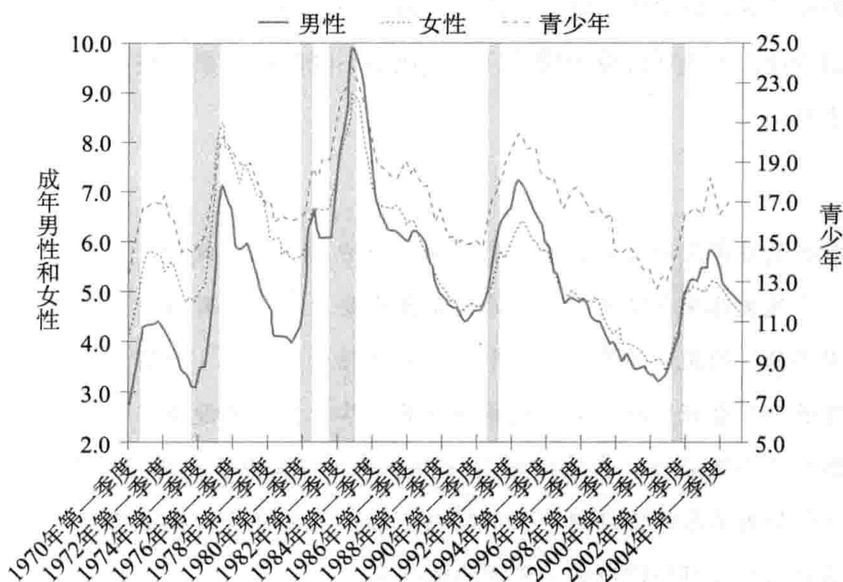


图 8—2 失业率

说明：成年男性、成年女性和青少年：从 20 世纪 80 年代起，成年男性和成年女性失业率的变动紧密相关。在前些年，制造业和建筑业工作在经济中占有更大比重，在经济衰退时期男性会比女性受到更大冲击。青少年（16～19 岁）的失业率仍然明显高于 20 岁以上的成年人。

资料来源：劳工统计局和哈弗分析。

除了按照年龄、性别和种族划分的男性和女性的就业和劳动力统计数据，住户调查还包含基于北美行业分类系统（NAICS）行业分类的就业数据，兼职与全职的就业数据；按照失业类型（辞职与裁员）划分的失业率以及按照持续时间长短划分的失业率。这些统计数据都有助于破译美国劳动力市场每月的状态。1997 年 2 月，在全国企业经济学家协会在华盛顿的一次聚会中，美联储主席艾伦·格林斯潘解释了他将辞职率视作工人信心的一个指标。当就业指标后来发布时，所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的目光都转向了这一指标——由于其波动性，该指标其实没有任何意义。事实证明，美联储主席提及的只是一个由他的工作人员计算的专有的经济数据。

市场反应

对于固定收益市场参与者而言，看似与市场相悖的行为对失业率这一指标也是适用的。失业率的上升与经济的疲软或萎缩以及利率水平的下降相联系。如果失业率上升，债券价格将会上涨。相反，失业率的下降与经济的扩张以及潜在的利率上升相联系，债券价格将会下降。与漫不经心的观察者相比，股票市场和外汇市场的专业人士表现得更为理性。当失业率下降时，股票价格和美元的外汇价值都会上升。

注意！

临时性的异常变动可能会使失业率向任一方向变动。此外，基于劳工统计局的分析，平民失业率在任何一个月的变动至少要为 0.2 个百分点才能被认为在统计上是显著的。但是，如果连续六个月的月度增长都为 0.1 个百分点，使得失业率累计增长 0.6 个百分点，当然也是显著的，尽管失业率没有在任何特定月份上升必要的 0.2 个百分点。我曾经看到一些分析师将失业率计算至小数点后三位，但其实这样做并不能透露任何有用的信息。分析失业率至小数点后第二位或第三位意味着比这个指标实际所需的更高的精确度。

失业率主要的异常变动发生在夏季月份，当青少年结束学业开始找工作的时候。这一模式已经被大家所熟知，季节性调整因子也已完全预期到这种变化。唯一存在的问题是，每一年 5 月和 6 月进入劳动力市场以及 8 月和 9 月离开劳动力市场的青少年人数都有所不同。长期的人口趋势在这里发挥了重要作用。例如，16～19 岁青少年进入劳动力市场的数量在 1978 年达到顶峰，然后稳步下降，直到 20 世纪 80 年代中期，在大约五年的时间内一直保持稳定。另外一次大幅下降发生在 1990—1992 年。数量触底反弹后稳步上升，直至 2000 年。世纪之交以来，16～19 岁劳动力人口在 2003 年再次下跌，随后在 2004 年保持稳定。你看出为什么很难对这些数据进行季节性调整了吗？即使在很短的时间范围内，趋势也是不稳定的。一般而言，确定一种趋势需要五年的数据，但在五年中，这一年龄组很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

容易发生转移。当数量少于预期的青少年在 5 月和 6 月进入劳动力市场，经季节性调整的劳动力数量减少，导致失业率的下降。在 8 月或 9 月，当这些学生工人重返学校，失业率会再次上升。因此，要慎重看待夏季月份失业率数据的变动。

对于经济学家和政策制定者而言，重要的是失业率的变化是来自于劳动力人口变化还是就业人口的变化。对于整个经济来讲，就业人口下降导致的失业率上升比由于更多人进入劳动力市场所带来的失业率上升要糟糕。当人们认为就业前景改善时，劳动力增长加速；当经济衰退，就业前景不佳，劳动力增长明显放缓。尽管很多经济学家倾向于将这一现象归因于丧志工人，但这一理论无法解释所有的劳动力行为。该行为会随商业周期而改变，因为人们还有很多可供选择的方式来消耗时间。当经济陷入衰退，工资水平下降，失业成本下降，其他的选择如去学校读书或照顾家庭变得更加可取。相反，经济扩张伴随工资上涨会使待在家里抚养孩子、去学校读书或其他选择的成本变得更高。

失业率是经济活动的滞后指标，所以当其他经济指标显示出更为积极的经济景象时，不要过分担心失业率的增长。尽管经济学家们将失业率视为滞后指标，但上升的失业率仍然会让人不安。与其他经济指标相比，失业率以及通货膨胀率会产生更大的政治影响，因为它会直接影响消费者。因此，美联储密切关注失业率数据。如果失业率上升过快过猛，美联储可能会在总统或国会的压力下放松货币政策（降低利率）以刺激经济活动，从而导致失业率的下降。在 1992 年 6 月，进入非常温和的复苏后一年多的时间，失业率上升至 7.8%。在劳工统计局发布报告后的一小时内，美联储宣布下调贴现率 50 个基点至 3%，使其达到自 1963 年来的最低水平。（自 1994 年起，美联储不再在经济指标发布后对利率进行调整，除非处于国家紧急状态。详见第 10 章。）

美联储官员和经济分析师也关注其他数据。比如，就业人口占总人口比率往往比失业率更为稳定，而且它还有额外的优势：与劳动力变动并不存在紧密的联系。二战之后，这一数据持续稳定增长。它是顺周期的，因为它在经济衰退时下降，在经济扩张时上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你知道吗？

失业率有可能会过低？在经济扩张的成熟阶段，失业率下降到某低点，预示着劳动力市场的“紧张”。这种情况被称为充分就业，与之对应的特定失业率被称为非加速通货膨胀失业率（NAIRU）。它表明雇主如果不提高工资，就很难雇佣到更多工人。而工资的加速增长没有伴随着工人生产率的同等增长，经济就会出现通胀压力。这时美联储决策者就会考虑通过提高联邦基金利率来收紧货币政策。

但 NAIRU 是一个移动目标。大多数经济学家一致认为这一比率在 20 世纪 70 年代至 80 年代早期约为 6%，到 80 年代末和 90 年代早期下降至 5.75%，在 90 年代中后期下降到 5.5%左右。劳伦斯·迈耶，前美联储理事、杰出的预测家，以及《就职美联储》（*A Term at the Fed*）一书的作者，估计 21 世纪早期的 NAIRU 为 5%。失业率在 1995—2000 年期间下降，在 2000 年春天达到 3.8%的低点。虽然工资在 1996—1998 年确实上涨了，但这个时期的消费者价格水平却并未加速。但美联储并未对其政策立场让步，主要是因为当时的美联储主席艾伦·格林斯潘对 NAIRU 这一概念并不热衷。在其著作中，迈耶将格林斯潘描述为“持怀疑态度的”。“这导致了另一个与 NAIRU 有关的问题，”迈耶承认，“它的概念大概与全球气候变暖一样存在争议性，而且可能一样导致情绪化。”[2]

非农就业人口

失业率及其一系列的数据则来自于对家庭的调查。另外一组统计数据则来自于对超过 400 000 个机构进行的调查，正式名称为当前就业统计调查。这一调查的主要数据是非农商业机构和政府机构的就业人口。由于该调查只是让受访者提供当前在他们工资名单上的工人数量，如果有人有不止一份工作时，就会出现重复计算。例如，当我年轻又充满精力和热情时，有几个月的时间我白天是一个全职的银行经济学家，晚上在两所不同的大学里兼职教授夜校课程。因此，我被计算了三次，尽管仅有一份工作是全职。当我从一所大学辞职，从其工资名单上消失，就会表现为就业人口的下降。表 8—2 列出了构成非农就业人口数据的商品和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

服务行业的一些主要类别。更为完整的列表可以在劳工统计局发布的月度就业形势报告中的表 B—1 找到。

表 8—2　　　非农就业人口，部分数据（千人，经季节性调整）

	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
非农就业人口总数	132 162	132 294	132 449
私营行业总数	110 462	110 588	110 749
产品生产行业	21 982	21 996	22 022
自然资源和采矿	595	599	602
建筑业	7 043	7 060	7 086
制造业	14 344	14 337	14 334
生产工人	10 111	10 104	10 097
耐用品生产	8 960	8 954	8 957
非耐用品生产	5 384	5 383	5 377
服务提供行业	110 180	110 298	110 427
私人服务行业	88 480	88 592	88 727
贸易、运输及公用事业	25 581	25 621	25 620
批发贸易	5 675	5 680	5 684
零售贸易	15 057	15 081	15 077
运输及仓储	4 280	4 290	4 288
公用事业	570	570	571
信息服务	3 131	3 133	3 127
金融活动	8 093	8 107	8 128
专业和商业服务	16 614	16 611	16 674
教育和卫生服务	17 081	17 108	17 142
休闲和酒店	12 546	12 571	12 589
其他服务	5 434	5 441	5 447
政府	21 700	21 706	21 700

资料来源：劳工统计局和哈弗分析。

商业机构被要求提供包含当月 12 日的那一个工资结算周期的就业统计数据，但这并不一定与住户调查中所引用的日历周相对应，因为不同的公司对其工人的支付时间表有所不同，如每周支付或每两周支付。与住户调查不同，非农就业人口不包括个体经营者和无薪家庭工作者。此外，在相应那一周里陷入劳务纠纷（罢工）的工人也不被算在其中。被裁员的个体也不被计入，即使裁员期只有一个星期。但是，如果工人获得了针对工资结算周期内的任一部分时间的支付，那么他们将被计入就业人口，即便在那一周期剩下的时间里他们在罢工或者处于失业状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在此前的章节中，我曾经指出失业率和首次申请失业救济人数之间不存在统计相关性。但是非农就业人口和作为失业保险制度副产品的由州就业保障机构所收集的数据之间存在着相关性。当每年对非农就业人口数据进行校准时，也就是当进行完整的就业人口统计时，来自这些机构的数据被用来对机构非农就业人口数据进行调整，因为失业保险涵盖了所有员工的 97%。

非农就业人口和基于住户调查的家庭就业人口的定义不同，使得它们每个月的变化方向或变化幅度也不相同。在同一个月里，非农就业人口的增加伴随家庭就业人口的下降或相反的情况并不罕见。请记住，家庭就业人口包括农场工人和个体经营者。另外，非农就业人口不包括无薪休假的员工，而住户调查却包括。最后，机构调查无年龄限制，而住户调查仅针对 16 岁以上的工人。

尽管存在这些差异，这两个就业衡量指标从长期来看一同变动。劳工部发布与非农就业人口概念相一致的基于住户调查的就业指标。二者的变动几近一致。在十年的时间里，二者最大的差距发生在 1999 年和 2000 年——经济蓬勃发展的时期，很容易会迫使工人从事额外的薪酬丰厚的工作。当经济状况恶化，二者间的差距缩小，到 2004 年，家庭就业人口高于非农就业人口（见图 8—3）。

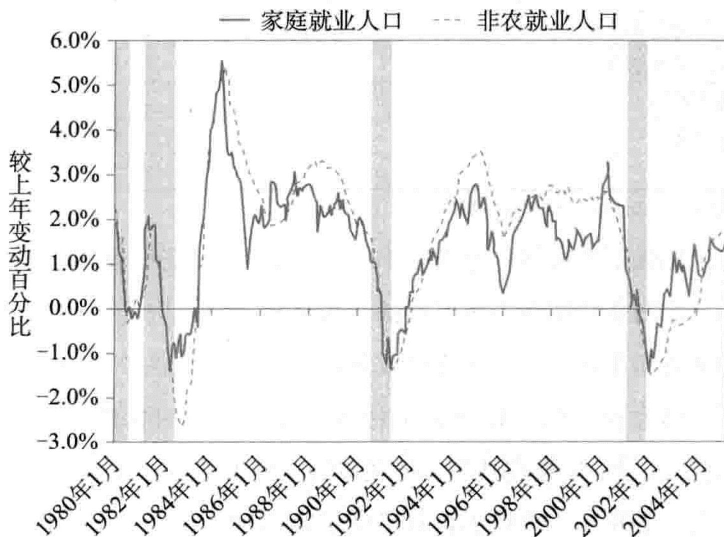


图 8—3 就业人口

说明：非农就业人口和家庭就业人口：随时间推移，家庭就业人口和非农就业人口同向变动。由于二者的定义不同，它们每月可能会以不同的速率增长。

资料来源：劳工统计局和哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非农就业人口通常被认为是优于家庭就业人口的当前经济状况指标，尽管它会重复计算就业人口，而且不一定将所有人都计入。调查还会产生企业诞生和企业倒闭的模型，并根据失业保险经办机构文件中的实际数据进行更新。根据劳工统计局的数据，虽然企业诞生和企业倒闭的总数可能会很大，但对月度估计值的净贡献往往很小且稳定。

你知道吗?

机构调查的组成部分可以很好地预测个人收入，而个人收入数据往往比就业形势数据晚三周发布。平均时薪、私营部门平均每周工作时间，以及私营部门（扣除政府工作人员）非农就业人口的月度百分比变动能够很好地预测私营部门工资和薪金（占到个人收入总额的近 50%）的月度百分比变动。

市场反应

固定收益市场参与者希望看到非农就业人口小幅上涨或彻底下降，因为这标志着经济的疲软。经济疲软通常预示着由于市场对贷款需求下降或美联储宽松政策所导致的利率下降。在 1992 年 9 月 4 日，美联储放松货币政策，将联邦基金利率降低 25 个基点至 3%——这一举措紧随当月的一份平庸的非农就业人口报告。从 1994 年起，美联储仅在联邦公开市场委员会会议之后进行政策调整，但这一过程在紧急状态期间被放松。关于美联储的更多信息可参见第 10 章。

与此相反，非农就业人口的强劲上升可能预示着经济的稳健增长以及由于信贷需求攀升或美联储实行紧缩政策防止通胀压力而导致的利率上涨。潜在的高利率水平使得外汇市场参与者急切地期盼非农就业人口的强劲增长，因为这将会推高美元价值。股票市场参与者也希望就业人口健康增长，因为强劲的经济意味着稳健的公司利润，这将会推动股价的上涨。

注意!

在分析非农就业人口时，有很多陷阱要注意防范。首先，罢工会影响非农就业人口的增长模式。如果工人在相关（包含当月 12 日）的公司结算周期罢工，非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

农就业人口的增长将会被低估。当工人重新回到工作岗位，非农就业人口的增长将会被高估。1983 年的电话工人罢工导致当年 8 月的总非农就业人口急跌 411 000，而当劳资纠纷结束，9 月的工人数量激增 733 000。因为经济分析师已经提前讨论过电话工人罢工的影响，所以最初非农就业人口的急剧下跌并没有使金融市场参与者产生经济萎缩的预期，而随后的人数激增也没有导致他们产生经济扩张和通胀压力预期。顺便说一句，AT&T 在 1983 年仍然是国有电话公司——从那时起我们再没看到过如此规模的罢工。1997 年 8 月的 UPS 罢工仅仅影响到约 185 000 名工人，导致了数据在 8 月和 9 月间较为温和的波动。在 1997 年 8 月，非农就业人口增长了 5.2 万，而在 1997 年 9 月，非农就业人口增长了 30 万。

忽视已知罢工带来的非农就业人口的变化也可能会对你不利。在 1989 年，东方航空的工人罢工。不幸的是，由于东方航空破产了，他们再也没有返回工作岗位。因为是源于劳资纠纷，最初约 25 000 名工人失去工作的情况并未受到重视，但最终却成为了永久性失业——市场参与者甚至都没有注意到。因为劳工统计局非常了解就业形势变化给金融市场带来的影响，它通常会在其报告中明确标出大型劳资纠纷或其他特殊因素。这种做法会迅速提醒金融市场参与者和媒体注意潜在的异常变动。

经济的变动特性会引起月度季节性调整过程中的临时性变动。例如，零售额含有很强的季节性成分，往往在 11 月和 12 月大幅上涨，零售贸易就业人口也是如此。而当零售额在 1 月和 2 月大幅下跌，零售贸易工人也将面临被解雇的危险。

在 20 世纪 80 年代中后期，零售商开始在节假日前减少雇佣工人的数量，因为零售额增长放缓。由于季节性调整因子本来预期更大的就业人数增长，这种雇佣策略的作用就是降低了 11 月和 12 月经季节性调整的零售贸易就业人数。因为实际雇佣的工人数量是减少的，所以这是恰当的。

在 1 月和 2 月，当季节性调整因子预期发生更大规模的裁员（但实际并未发生），问题就变得严重了。如果零售商一开始没有雇佣新工人，他们当然也无法解雇这些工人。因此，1 月和 2 月的零售贸易就业人口被夸大，非农就业人口在 1 月份的增长也被严重高估（10 万工人或更多）。这一问题发生了好几年，直到季节

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性调整因子能够将少量的季节性雇佣和解雇考虑在内。

季节性问题并不仅仅限于零售贸易。建筑业就业也有很强的季节性成分，可能会因异常的天气情况而出现异常变动。例如，在冬季月份里异常温暖的天气能提高12月至来年4月的建筑业就业人口。而春季和夏季里异常多雨的天气则可能会减少就业人口。

除了要检查影响非农就业人口的特殊因素，还要注意非农就业人口的上升或下降是否在所有部门都是一致的，还是只集中于某一特定部门。例如，就业人口的广泛上升比集中于某一部门的上升更能表明劳动力市场状况的好转。在20世纪80年代早期，服务行业持续表现出强劲的月度增长。在从1981—1982年的经济衰退中复苏的过程中，迅速崛起的服务行业似乎掩盖了制造业就业人口的温和增长。疲软的产品生产行业伴随着快速复苏的服务行业在1990—1991年经济衰退以及2001年衰退之后重复出现。

此外，要注意区别私营部门非农就业人口的增长和政府就业人口的增长。政府部门的数据会因诸如每十年临时性雇佣人口普查工作人员等原因出现异常变动。在2000年，从2月到5月，联邦政府就业人数平均每月上涨超过100 000人。这些工人中的大部分在6月到9月间从工资名单中消失，月平均变化再次超过100 000人，但这次是反向变化。

在2002年，州政府教育业就业人数在5月和6月大幅上涨，但在9月下降。相类似地，在2003年，季节性调整问题导致了地方政府就业人口（还是教育行业）在6月的大幅上涨以及在9月的大幅下跌。这些巨大的数字会掩盖就业形势的潜在趋势。我们需要提防这些类型的异常变动。

平均每周工作时间

就像住户调查一样，机构调查也提供了一套完整的统计数据。除了非农就业人口外，机构调查还包括按行业分类的属于非农就业人口的生产工人的平均每周工作时间；按行业划分的属于私营部门非农就业人口的生产或非管理工人的平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时薪和周薪（在第 7 章作为通货膨胀指标讨论过）；按行业划分的属于私营部门非农就业人口的生产或非管理工人的每周总工作时间指数。

金融市场参与者对多数指标都有所了解。私营部门平均每周工作时间，或称平均每周工作时数，是就业的先行指标。企业往往会在聘用新工人或解雇工人之前，通过增加或减少周工作时间来调整总工作时长。制造业平均每周工作时间是经济咨商局官方先行经济指标中的一个。它被视作经济活动的先行指标是因为生产者往往在业务好转时先增加工作时间，然后才会考虑聘用新工人；在经济低迷时先减少工作时长，然后才会考虑解雇工人。工厂每周工作时间也包括因加班带来的变化。因为就业数据早于（同一月份的）生产数据两周发布，制造业每周工作时间加上制造业就业人数是当月工业生产的很好的预测指标。

市场反应

金融市场对平均每周工作时间的关注始于 1991 年，远远晚于他们从 20 世纪 80 年代中期开始监测的就业人口。固定收益市场参与者认为每周工作时间的增加预示着未来就业的增长以及稳健的经济。这也预示着利率的上升。相反地，平均每周工作时间的下降表明经济疲软，未来就业人口将会下降。债券市场参与者青睐糟糕的经济消息，因为这可能会导致利率的下降。与之相反，外汇市场参与者偏好能够推高利率水平的好的经济消息——美元价值也会上升。要记住的是，平均每周工作时间的重要性要比非农就业人口或失业率小得多。因此市场对平均每周工作时间数据的反应往往比较小。

注意！

平均每周工作时间月度数据的波动性非常大。在过去 30 年，当服务行业工人所占比重随兼职工人数量的增加而上升，平均每周工作时间一路走低，但其周期性成分仍然存在。每周工作时间受到假期和天气的影响。例如在 1996 年 1 月，暴风雪和雪灾在就业调查周席卷了美国东海岸，结果在 2 月数据反弹前的一个月，平均工作时间下降了 1.2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你对工人信心感兴趣吗?

哈德森，一个专业的人员、外包和人力资本解决方案供应商（http://www.hudson.com)，将两个关键的市场要素——信心和就业——进行了结合。其月度指数衡量了就业市场上的劳动力信心。这一指数基于对约 9 000 个美国工人所做的电话调查，追踪与就业趋势相关的职业机会、招聘意向、工作满意度和留存率。这是一个相对较新的指数，到 2005 年为止尚未进行季节性调整。将工人和信心结合是一个有趣的转折。这一指标在未来值得关注。[3]

招聘求职广告指数

经济咨商局在每个月的最后一个星期四发布上一个月的招聘求职广告指数，也就是说，5 月的数据将在 6 月底发布。因为这一指标的发布比就业形势晚三周，它无法被用来预测失业率或非农就业人口的变化，但它可以帮助评估经济处于转折点时的招聘态度。

全美指数是全美各城市共 51 个单独指数的复合指数。每个城市只调查一份报纸。在芝加哥调查的是《太阳时报》或者《论坛报》的招聘求职广告，但不是对这两份报纸同时进行调查。因为是按照人口密度来对城市进行选择，全美最大的市区都被包括在此指数中，并将月度调查仅限于非农就业人口。此外，招聘求职广告不包括私营业主（他们需要刊登并自己回应其广告），因此在月度基础上，这一指数与劳工部机构调查的非农就业人口数据的联系比与基于住户调查的失业率数据的联系更为紧密。

原始的招聘求职广告数据要针对两个因素进行调整。首先，每个月要针对工作日和周日的天数进行调整。周日的广告数量往往更多，因此如果任何一个月多出一个星期日且没有被考虑，都会导致招聘求职指数上升。其次，像所有良好的经济数据一样，招聘求职广告数据要经过季节性调整。这 51 个城市的指数要先针对这两个因素进行调整，然后每个城市的指数被乘以它们在全国指数中所占的恰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当权重。这些权重会随着人口和就业在地区间的转移而每年进行调整。经济咨商局还发布使用城市指数编制的地区指数。当然，每个城市相对于地区的权重都是不同的。

招聘求职广告的复合指数具有明显的周期性模式。在经济扩张期，对劳动力需求的上升伴随着生产的增长，该指数将会上升；在经济萎缩时期，对劳动力的需求减少，该指数将会下降。招聘求职广告减少是因为企业招聘工人的数量减少。在经济扩张期，招聘求职广告增加并不仅仅因为新的工作机会被创造出来，也因为人员流动增加，因为就业者在一个强劲的劳动力市场中更愿意更换工作。在经济衰退期，不仅仅是创造出的工作机会减少——工人往往还会因为唯恐被裁员而紧紧守住自己当前的工作，裁员更可能会影响到那些资历浅职位低的工人。

尽管招聘求职广告指数在每月晚些时候发布，它却具有先行指标的特性——至少在经济的周期性顶峰附近是如此。当经济接近其周期性顶峰，它的增长速度可能会放缓。其结果就是聘用新员工的速度也可能会放缓，导致招聘求职广告数量的下降。因此，招聘求职广告指数在经济仍然处于增长态势时就开始下降了。当经济放缓遍布各个行业，该指数可能会急剧下降。在战后的经济衰退中，该指数平均下降了约 40%。

招聘求职广告指数在经济处于周期性谷底的时候不能作为经济的先行指标。企业在招聘新工人之前可能会首先召回之前解雇的工人，而在这种情况下，它们不需要刊登广告。另一个会在劳动力需求疲软时期抑制广告刊登的因素是企业很容易招到工人。刊登一个星期的广告可能会带来数以百计的求职简历。而在经济接近顶峰，劳动力市场紧张期间，企业有可能不得不接连数周刊登广告来收集足够的求职简历，以做出恰当的雇佣决定。

招聘求职广告指数在 2000 年经济衰退之前和 2001 年经济衰退期间大幅下跌。该指数在 2002 年经济复苏已经开始之后仍在继续下跌，并在 2003 年和 2004 年其他就业指标已经改善之时仍然没有发生实质性改变，保持低迷水平。其原因可能是随着更多的公司开始在网络上刊登广告，这一报纸广告指数已经丧失了部分价值（见图 8—4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

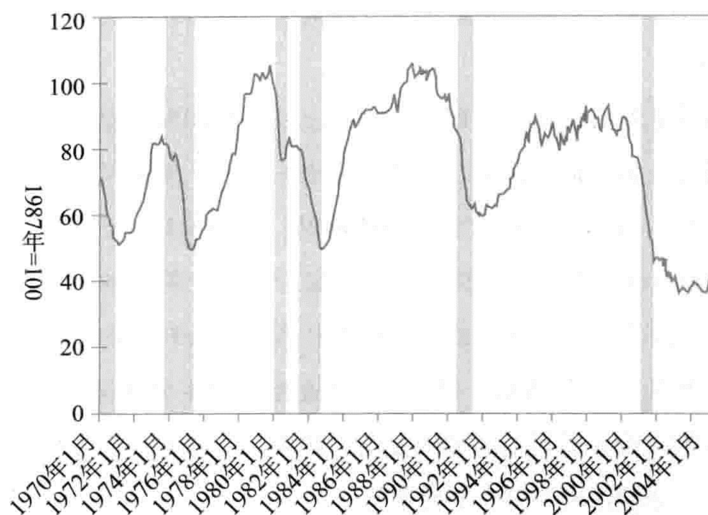


图 8—4 招聘求职广告

说明：招聘求职广告指数长久以来都被视作切实可行的劳动力市场指标。尽管其他劳动力市场指标在 2004 年和 2005 年早期已经表现出了显著的改善，但招聘求职广告指数仍未从 2001 年的经济衰退中恢复。这或许是由于报纸广告已经不像以前那样受欢迎了，因为网络广告变得更为便宜了。

资料来源：经济咨商局和哈弗分析。

市场反应

金融市场参与者没有对这一经济指标做出太多反应，因为它相对滞后于其他的就业指标。尽管招聘求职广告指数对于那些仅对当前新闻事件做出反应的短线交易者而言不一定有用，但对于那些拥有长期视角的投资者来说，这一数据具有更为重要的意义。

Monster 就业指数

怪兽公司（Monster Worldwide）——就业和职业服务网站 Monster. com 的赞助商——发布 Monster 就业指数，一个用来衡量在线招聘求职广告的指标。它通常在每个月的第一个星期四发布。在 2004 年 4 月，Monster 公司首次发布了一个在本质上类似于经济咨商局招聘求职广告指数的就业指数。Monster 研究团队决定从发布职位空缺的网站上收集信息，而不是从主要的美国报纸上获取信息。这一新指数的数据历史很短，开始于 2003 年 10 月。由于在线广告数量更有可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在未来增加而不是减少，这一指数很有可能最终变得比经济咨商局招聘求职广告指数更加有用。

这一指数是非常有价值的，即使 Monster 的研究团队只是监测 Monster. com 求职网站的数据，而他们实际上已经审查了来自 1 500 多家网站的数百万的雇主提供的工作机会。这些网站包括公司职业网站、求职论坛，当然还包括 Monster 公司网站。Monster 指数计算职位公告——雇主对员工需求的一个指标。雇主为填补当前一个或多个职位空缺，或针对最近新增职位而刊登的在线广告都被认为是职位公告。作为一个新指数，Monster 就业指数的主要缺陷是数据历史太短，无法观察该指数在商业周期期间如何变动。此外，也没有足够数据来建立季节性调整因子。这一指数没有经过季节性调整。

如果有五年的数据，Monster 研究团队将能够对指数进行季节性调整。与此同时，在对月度变动进行解释时一定要慎重。但是，未经调整的指数仍然很有价值。例如，你可以比较年度间的差距，而不是比较月度变动。要知道供应管理协会在 ISM 非制造业调查发布的最初几年，报告的也是未经季节性调整的数据。

Monster 就业指数是全美国范围内就业机会的宏观经济指标，而研究团队还编制了针对美国 9 个人口普查区、20 个（NAICS）行业、23 个职业和全部 50 个州的指数。

Monster 就业指数遵循与经济咨商局招聘求职广告指数相同的概念框架——它监测的是就业机会。Monster 团队从网站而不是从各州的顶尖大都市报纸中收集数据。尽管现在仍然可以从报纸上看到招聘求职广告，但许多公司开始更多地以网络为主要媒介发布招聘信息。经济咨商局招聘求职广告指数很可能在 2001 年经济衰退后低估了工作职位需求，因为更多的雇主将他们的招聘广告从纸媒转移到了网络。

哈里·赫特三世在《纽约时报》中写道，“支持者说，在线指数能够更好地反映如此多的求职者从报纸和就业办公室转移到网络这一情况。根据 Corzen（一个特定行业指标提供商）的数据，在 2003 年，网站广告占到了所有就业广告的 20%，而在 2000 年仅为 3%。”[4]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场反应

这一指数在美国东部时间早上 6 点发布——在美国市场开市之前，因此在那个时刻不会引起市场的频繁活动。但是鉴于市场参与者对劳动力市场情况非常感兴趣，随着这一新指标可靠性的提高和历史数据的增加，我们或许能够在当天交易开始后看到更多的市场反应。而且数据发布时间并不是一成不变的——Monster 公司总是可以决定在当天的晚些时候发布。债券投资者更希望看到 Monster 就业指数下降，而股票投资者则偏好稳健的就业形势，希望看到该指数上升。

挑战者企业裁员报告

美国挑战者（Challenger，Gray & Christmas），一个职业介绍公司，发布涵盖行业裁员公告的月度报告。由于是在每个月的第二或第三个营业日发布前一个月的数据，因此该数据具有很强的时效性。但遗憾的是，数据并没有经过季节性调整，因此在解释时要格外小心。发布的数据历史很长，因此可以很容易对年度变化值进行比较，来判断是否存在季节性模式。

这一报告的主要问题是没有区分所发布的裁员公告是立即生效还是在未来才生效。例如，一些公司可能会宣布大幅度裁员，但裁员是在五年的时间里逐步进行的，其他的公司则可能宣布在下一周就生效的裁员。但我们无法得知是哪一种情况。

这份报告是一个非常有用的劳动力市场指标，并且在长期与申请失业救济人数具有相关性。但最好还是关注裁员公告数据的三个月移动平均数，并且将之与前一年的水平进行比较。

市场反应

挑战者企业裁员报告在其他指标尚未立即可用时获得了一定的市场关注。但它对市场参与者而言并不像每周首次申请失业救济人数那样有用。裁员公告数据的下跌对股票投资者而言是正面消息，但是对债券投资者则不然。与此相反，债券市场投资者将裁员公告数据的上涨视为利好消息，但这对股票投资者而言则是利空消息，如图 8—5 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

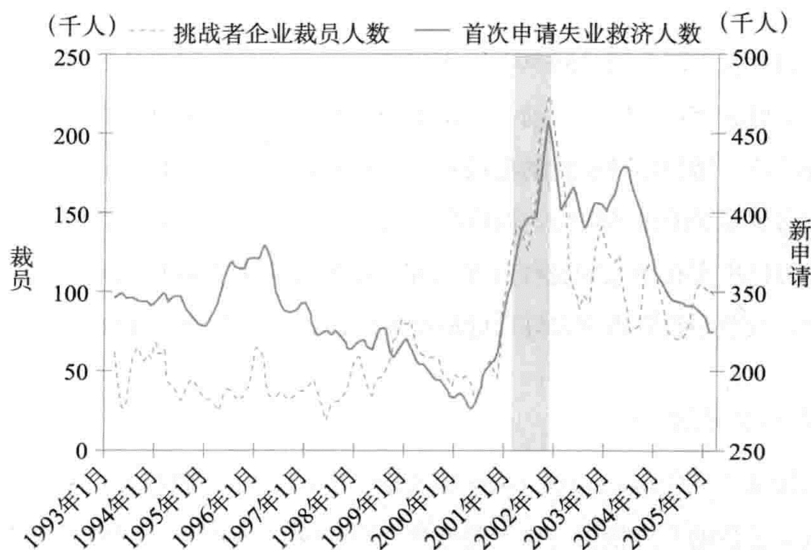


图 8—5 挑战者企业裁员人数与首次申请失业救济人数

说明：挑战者企业裁员报告数据与首次申请失业救济人数变动一致，但由于裁员数据没有经过季节性调整，对该数据的解释要非常小心。

资料来源：挑战者公司、劳工部就业和培训部和哈弗分析。

你对更多的裁员信息感兴趣吗?

劳工统计局发布大规模裁员的月度数据。数据在每个月结束的三到四周后发布。可能正是因为它们的发布存在如此大的延迟，这些数据并没有得到太多的市场关注（如果确实有的话）。举例来说，每周首次申请失业救济人数的发布仅存在一周的时滞，而挑战者企业裁员报告在每个月结束后不到一周的时间就发布了。

职位空缺及劳动力周转调查

在 2003 年，劳工统计局发布了未经季节性调整的职位空缺及劳动力周转调查(JOLTS)，但数据发布存在大幅滞后，且发布时间不稳定。在 2004 年第二季度，劳工统计局开始定期发布经过季节性调整的月度报告。但初步数据的发布仍然存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在两个月的滞后，而最终数据的发布则存在三个月的滞后。

空缺职位的数量衡量了未被满足的劳动力需求，被用于计算职位空缺率。劳工统计局认为，它描绘了一幅更为完整的劳动力市场画面，而不仅仅是月度就业形势，因为我们现在可以关注失业率——衡量了劳动力的超额供给，以及职位空缺率——衡量了劳动力市场的需求。

JOLTS 数据来源于包含 16 000 个机构的概率样本，而概率样本取自超过 800 万家机构。方案包括所有遵守州失业保险法（UI）的雇主和遵循联邦雇员失业补偿制度（UCFE）的联邦机构。

非农就业人口衡量了包含当月 12 日的那一周的就业情况，而机构提交的是参考月份最后一个营业日的职位空缺信息。作为一个职位空缺需要满足以下条件：存在一个明确的职位，该职位有工作可做；无论能否找到合适的候选人，工作能够在 30 天内开始；雇主积极地从机构外招聘以填补这一职位空缺；全职、兼职、永久性职位、短期职位，以及季节性空缺都被计算在内；积极的招聘要求公司采取措施来填补职位空缺，包括在报纸或网络上投放广告、张贴招聘告示，以及接受申请。

当职位将要通过内部调动、晋升、降职或召回被裁员工等方式填补，它们将不被计入职位空缺。另外，开始日期在 30 天之后的工作也不被计入职位空缺数据。如果职位将由临时帮助机构、雇员租赁公司、外部承包商或咨询公司的雇员来填补，那它们也被排除在职位空缺数据之外。

市场反应

直到现在，这一报告并未引起显著的市场反应。但是随着时间的推移，随着这一指数历史数据的增加和可靠性的提高，它会在合适的时机带给我们更多有用的劳动力市场信息。

本章要点

- 表明经济强劲的就业指标会导致债券价格下跌（收益率上升），股票价格和美元价值上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 表明经济疲软的就业指标会导致债券价格上升（收益率下降），股票价格和美元价值下跌。
- 不要只看某一个月数据的表面数值。要看3～6个月时间段内的月度趋势，尤其是在异常变动出现的时候。
- 就业形势报告（包含失业率、非农就业人口，以及平均每周工作时间数据）所包含的信息非常丰富，且与大多数的经济指标相比具有更强的时效性。如果你只能选择一个指标定期跟进，那就应该选择它。
- 就业状况非常重要，因此在过去的几年里出现了若干新的指标。当它们的数据历史变得更为稳定后，它们可能会获得更多的市场关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章

其他生产指标

在之前章节中讨论的很多经济指标都是在描述支出：零售额、制造业出货，以及商品贸易余额。它们都在国民收入和生产账户的产品方。其他指标则直接影响了支出的变动方向，例如个人收入和消费者信心决定个人消费支出。很多指标被用于 GDP（零售额）或国民收入（个人收入）的实际计算中。国内生产总值是对生产而非销售的衡量，它的主要缺点是按季度发布。

本章将介绍其他的生产指标，它们并非包罗万象，但每周或每月发布，而且比 GDP 的发布更为及时。金融市场参与者、联邦政府决策者，以及媒体都密切关注这些指标。

周度指标

EIA 原油库存报告

美国能源部能源信息署（EIA）发布很多周度和月度报告。在 2004 年，原油价格飙升使金融市场参与者开始关注能源问题，主要是原油和其众多副产品的库存。每周的库存水平很容易出现波动。例如，如果东海岸正在经历寒流，原油库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存和取暖油库存较前一周下降，那么商品投机者会担心原油价格最终将上涨。在任何情况下，需求稳健时库存水平的下降预示着价格的上涨；与之相反，原油库存水平的上升预示着价格的下降。

市场参与者会关注这个报告只是想知道它对原油价格的影响。但是，如果有人为了月度商业库存水平或 GDP 而对预测或分析库存水平感兴趣，它们也会给出经济部门的线索。增加的库存会加入 GDP 的季度增长中，而下降的库存则会从 GDP 增长中减去。

市场反应

在 2004 年，原油价格的上涨和下跌严重影响到固定收益市场和股票市场，而原油价格则是受到了库存水平和炼油厂生产的影响。当原油库存下降，原油价格上升，债券价格下降（债券收益率上升）。股票价格也会在原油库存下降和价格上升时下降，因为能源是生产和潜在通胀的一个主要因素。当库存水平上升，原油价格下降，这将使债券收益率下降，并使股票价格上升。只要原油价格居高不下，这一周度指标就会得到很多市场关注。但如果原油价格保持稳定或下降，这一指标将会被投资者所忽视。

你对能源市场感兴趣吗？

EIA 也会发布天然气库存的每周信息。这一报告会对期货市场上的天然气价格产生重要影响，尽管它并没有像原油库存报告那样在 2004 和 2005 年成为所有金融市场的市场运行指标。

月度指标

工业生产指数

美国联邦储备委员会每月编制和发布工业生产指数。初步估计值在每月结束后的第 9 和第 12 个营业日期间发布。这一指数包含了制造业、采矿业和公用事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业，它由 300 个单独的数据序列构建而成，基本上占到国内生产总值的 1/4 左右。工业生产指数经过季节性调整，基准年度为 1997 年，基期值为 100。尽管这一指数代表的是 GDP 中相对较小的一部分，但它却涵盖了对经济周期性敏感的产品中的大部分，比如耐用消费品和企业设备。

工业生产指数按产品来分组。指数的约 43%涵盖的是最终产品的生产，包括耐用消费品和非耐用消费品、企业设备以及国防设备。最终产品一般由消费者、企业或政府购买使用。中间产品，例如建筑和企业用品，占到了指数的约 15%。这些产品随后成为非工业部门（建筑、农业和服务业）的生产投入。生产材料占到了指数的约 42%，包括的产品如消费品零部件、基本金属材料、织物、纸浆和纸、化工材料，以及能源材料。这些产品需要在工业部门进行进一步加工。表 9—1 显示了部分生产部门。

表 9—1　　各类市场的工业生产（经季节性调整，1997 年＝100）

	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
工业生产指数	116.6	116.9	117.9
最终产品和非工业用品	114.6	114.6	115.5
消费品	112.3	112.3	112.9
耐用消费品	126.2	125.7	126.1
非耐用消费品	107.0	107.2	107.9
企业设备	122.7	122.1	123.6
信息处理及相关设备	180.8	182.3	185.3
国防和航天设备	113.8	114.5	115.2
非工业用品	113.4	113.7	114.6
建筑用品	108.3	107.8	108.2
材料	119.4	120.1	121.1

资料来源：联邦储备委员会和哈弗分析。

工业生产也可以按照行业来分组，包括耐用品（43%）和非耐用品（34%）制造、采矿业（8%），以及公用事业（10%）。更详细的研究还包括木材及制品、金属制品、电动机械，服装产品和电力公用事业。根据联邦储备委员会的数据，从 1997 年起，总工业生产指数的构建是来自基于 2002 年北美行业分类系统（在第 4 章已经讨论论过）的 300 个单独的数据序列。顺便提一句，NAICS 不将日志和报纸、期刊、图书，以及目录出版划分为制造业。但是它们在传统上一直被划分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为工业生产指数中的制造业类别，因此它们会保留在该指数的制造业部分。而印刷则是属于 NAICS 的制造业大类。美联储每月发布总制造业指数和 NAICS 制造业指数以区分二者的差异（见表 9—2）。

表 9—2　　各行业工业生产（经季节性调整，1997 年＝100）

	2004 年比重	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
工业生产指数	100.00	0.8	0.3	0.9
制造业（非 NAICS）	81.91	1.1	0.1	0.5
制造业	77.18	1.2	0.0	0.5
耐用品	42.78	1.2	0.1	0.7
木制品	1.55	3.3	−1.9	−0.1
非金属矿物制品	2.22	0.1	0.2	2.0
初级金属	2.77	0.1	1.0	−2.2
金属制品	5.65	0.3	−0.2	0.2
机械	5.46	1.3	0.1	0.3
计算机及电子元器件	7.36	1.0	0.8	1.5
电气设备及组件	2.15	−1.2	0.4	1.9
汽车及零部件	7.24	3.5	−0.5	1.2
航空航天及杂项运输设备	3.55	1.0	0.4	0.9
家具及相关产品	1.70	0.6	−0.2	0.8
杂项耐用品	3.13	1.2	0.4	0.2
非耐用品制造	34.41	1.0	0.0	0.2
食品、饮料与烟草	11.44	1.1	−0.2	0.2
纺织及产品厂	1.07	1.3	−1.8	−1.5
服装及皮革制品	0.74	−0.6	1.0	−1.2
造纸	2.97	0.6	−0.6	0.3
印刷及相关支持活动	2.17	−1.1	0.2	−0.2
化学制品	10.46	1.4	0.1	0.4
石油及煤炭制品	1.98	1.9	1.7	1.4
塑料及橡胶制品	3.57	1.4	−0.5	0.2
其他制造业（非 NAICS）	4.73	−0.2	0.6	1.6
采矿	8.28	−0.4	1.8	0.9
公用事业	9.82	−0.4	0.5	3.1
电力	8.15	0.5	−0.3	3.0
天然气	1.67	−4.8	4.2	4.2

资料来源：联邦储备委员会和哈弗分析。

尽管联邦储备委员会有一些行业的真实数据（如汽车装配），但它的初步报告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据往往是使用从劳工部就业形势报告未经调整的数据中得到的制造业的总工作小时数来计算的。而对于初步估计值，按小时估算的数据占到约 35%，实物产品占 24%，美联储工作人员估计指数中剩余的 41%。美联储的季节性调整因子与就业数据的季节性调整因子不同，但可以通过计算制造业中的总工作小时数来预测生产的初始变化。只需要用要素平均每周工作时间乘以制造业的就业工人数量，得到当月和前一个月的数值，然后计算百分比变化，就能得到估计值。

在第一次修订中，指数中的 40%来自于实物产品，仅有 14%来自于美联储的估计。到第三次修订时，50%的数据反映了实物产品，仅有 4%为美联储的估计值。而从初始数据到第三次修订，使用生产工人工作的小时数估算出的数据所占的比重一直保持在 35%。工业生产数据每年修订，或者在基准改变时修订，但这种情况较少发生。每年修订或基准修订的数据来源是多样的：制造商和矿产行业普查、制造商年度调查、矿物年鉴，以及能源部。

工业生产指数是顺周期的；也就是说，它会在经济扩张时上升，在经济衰退时下降。事实上，工业生产指数是由经济咨商局编制的四个经济活动的同步指标之一。尽管它仅涵盖了约一国总生产的 1/4，但它通常被用作 GDP 的代表，其前提是服务业和建筑业与制造部门同向变动。它也反映了在经济扩张时有更大的顶峰以及在经济衰退中有更深谷底的经济组成部分。

产能利用率

产能利用率与工业生产指数紧密相关，衡量的是相对于经济中闲置资源的实际生产能力。联邦储备委员会将它与工业生产数据同时发布。从技术上说，一个行业的产能利用率应等于产出指数除以生产能力指数。产出通过工业生产指数来衡量。生产能力衡量的是按工作日程表和可用的生产投入，操作现有的机器和设备来达到“可持续发展的实际能力”的一种尝试。

一般情况下，总制造业部门的产能利用率达到约 88%是对产能约束的预警。工厂几乎满负荷运转，通胀压力将会越来越明显。产能约束一般在开工率为 85%～88%时出现，因为工厂通常无法满负载（100%）运转。而由于加班工资成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本的存在，在所有时间内满负荷工作可能无法产生足够的利润。但要注意的是，不同行业的最有效利用率会有所不同。有些行业可能在生产能力的110%运营（或许通过三班倒的加班），而另一些行业则在生产能力的60%运营。从表9—3可以看出，所有的工厂并不在同一个比率上运转。例如在2004年的第四季度，石油产品生产在其生产能力的76.6%的水平上运转，而汽车和零部件生产在其生产能力的82.5%的水平上运转。这并不意味在这一时期汽车生产弱于石油生产——实际上，二者的增长率非常相近，汽车和零部件生产的月平均增长为1.4%，石油和煤炭产品的月平均增长为1.6%。每个行业的产能利用率反映的是该行业正在运营中的生产能力是多少，以及有多少资本在之前被投入到各个特定行业中。

表9—3　　产能利用率（经季节性调整，1997年=100）

	2004年10月	2004年11月	2004年12月
全行业	78.5	78.7	79.2
制造业（非NAICS）	77.5	77.5	77.9
制造业	77.0	77.0	77.3
耐用品	75.1	75.0	75.4
木制品	79.5	78.0	78.0
非金属矿物制品	80.2	80.4	81.9
初级金属	82.6	83.5	81.8
金属制品	70.1	70.0	70.1
机械	78.2	78.3	78.5
计算机及电子元器件	71.0	71.0	71.4
电气设备及组件	79.4	79.9	81.4
汽车及零部件	82.6	82.1	82.9
航空航天及杂项运输设备	65.2	65.4	65.9
家具及相关产品	73.4	73.3	74.0
杂项耐用品	77.0	77.3	77.4
非耐用品制造	79.8	79.8	80.0
食品、饮料与烟草	81.7	81.6	81.7
纺织及产品厂	75.6	74.5	73.6
服装及皮革制品	69.7	71.1	71.0
造纸	86.9	86.4	86.6
印刷及相关支持活动	72.1	72.3	72.0
化学制品	89.9	91.4	92.6
石油及煤炭制品	76.5	76.5	76.8
塑料及橡胶制品	83.7	83.3	83.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	2004 年 10 月	2004 年 11 月	2004 年 12 月
其他制造业（非 NAICS）	86.8	87.3	88.6
采矿	84.3	85.9	86.7
电力和燃气公用事业	84.4	84.7	87.2
附录：			
高新技术产业	69.4	69.9	70.1
计算机及外围设备	75.2	75.9	76.6
通讯设备	57.7	59.0	59.7
半导体及相关设备	75.9	75.6	75.3

资料来源：联邦储备委员会和哈弗分析。

产能约束可能发生在某些行业而不是其他行业，这取决于消费者和企业的需求。产能利用率在经济扩张时上升，在经济衰退时下降。高开工率和上升的开工率标志着需要对厂房和设备进行新的投资，也预示着潜在的通胀压力。在 20 世纪 90 年代中期，当处于扩张的成熟阶段，经济规模迅速扩大且劳动力市场越来越紧张时，美联储密切监测这一指标。但国内的产能指标无法描述全部情况。美国从外国进口很多产品，由于其他国家产能过剩，物价上涨压力得到缓解。在全球市场的情况下，全球产能利用率比国内产能利用率更为适用。

市场反应

工业生产（以及产能利用率）的上升标志着经济的增长，而工业生产的下降则标志着经济萎缩。固定收益市场参与者将工业生产指标的上涨视作通货膨胀压力的预兆，这意味着利率将要上升。相反地，工业生产（以及产能利用率）的下降预示着经济走弱，市场参与者预期美联储会对政策做出调整，将使得利率下降。

股票市场和外汇市场参与者希望看到工业生产和产能利用率的上升，因为这表明经济强劲。股票市场专业人士期待着公司利润的增长，而外汇市场专业人士则期待着利率的上升。美国的利率高于其他国家将会增加对美国有价证券以及美元的需求。这预示着美元的升值。

注意！

工业生产指数和产能利用率之间有着千丝万缕的联系，没有必要将它们视为两个单独的指标。它们总是同向变动，而且总是讲着相类似的故事。但两个指标的目的不同。工业生产指数传递的是经济增长的信号。产能利用率反映的是资源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在多大程度上被利用，以及在什么时点会出现通胀压力。例如，当产能利用率是78%时，工业生产上升1%将不会带来通胀担忧，但当产能利用率接近85%，工业生产上升1%就预示着通货膨胀将要加速。

对于大多数的经济指标，经济学家们总是能够指出数据异常或者市场参与者需要注意的特殊因素。但他们却很难找到工业生产指数的数据异常，它往往非常直接：上涨意味着经济增长，下降意味着经济走弱。要注意检查工业生产的增长（或下跌）是全面发生的还是只是基于某一个部门。工业生产全面增长意味着经济增长的基础更为稳固，而仅有一两个部门的增长则可能表明经济的脆弱性。例如，公用事业生产的增加有可能会夸大经济的增长。在夏季，炎热的天气会使空调销售激增，并推高用电量。但这并不是一个可持续的趋势，也不是经济赖以增长的基础。自然灾害或恶劣的天气条件也有可能会扰乱数据。在2004年10月15日发布的工业生产报告中提到："最近接连发生的飓风似乎已经对上个月的生产产生了显著的制约作用。"它所指的是在9月摧毁佛罗里达、宾夕法尼亚，以及大西洋沿岸中部地区的飓风。[1]

你对高科技部门感兴趣吗？

SEMI，一个半导体设备和材料行业组织，会在每个月月中发布该行业的订单出货比率。它被认为是半导体行业的一个核心指标。在过去，这一指标导致了费城半导体指数（Philadelphia Exchange Semiconductor Index）双向的剧烈波动。纽约联邦储备银行每月发布科技脉动指数（Tech Pulse Index），一个对科技部门的运行状况进行追踪的汇总统计。数据基于其他统计机构发布的信息，在每个月第二个星期三发布。有些市场参与者会跟进这一指数，但它并不是一个市场运行指标。

ISM制造业调查

供应管理协会（ISM），一个私营机构，每月编制一系列生产和通货膨胀数据。其中最常见的是被金融市场称为ISM制造业指数的一个扩散指数，但供应管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理协会仍使用其最初的名称，采购经理人指数或PMI。每个月的数据在随后一个月的第一个营业日发布（5月的数据在6月1日发布），使其成为了所有月度指标中发布最及时的——比就业形势报告的发布足足早了一周。数据经过季节性调整（也发布未经调整的数据）。与大多数经济数据不同，这些数据不会每个月修订。但是，商务部每年会重新计算季节性调整因子，这会导致过去几年的ISM数据出现小幅的修改。

ISM指数是一个综合指数，包含以下五个数据序列：新订单、生产、供应商交货（也被称作卖主交割（货）执行情况）、存货，以及就业。价格、新出口订单和进口订单的指数没有被包括在这个综合指数中，但其数据也是可获得的。供应管理协会每月向超过400家地域多元化的公司发放一次调查问卷。基于其对国内生产总值的贡献，这些公司是所在行业的代表。直到2005年，供应管理协会调查了20个标准行业分类（SIC）行业。而一位供应管理协会发言人称，他们将会在2005年底切换到北美行业分类系统（NAICS）。[2] *Econoday*的特约编辑、《国际市场新闻》的特邀作者，以及供应管理协会事务专家马克·彭德说，在过去的几年中，他们一直在进行数据的转换，如果出现了进一步的延迟他也不会感到惊讶。[3]

最需要牢记的是，你不能像读取通常的数据那样来读取ISM指数或任何分类指数。数据序列的触发率被设定为50%。根据供应管理协会所说，指数水平达到或高于50%预示着经济以及制造业部门的扩张；指数水平低于50%但高于42.7%表明制造业部门已经停止增长，但经济仍然在扩张；如果指数水平低于42.7%，则标志着经济和制造业部门都在经历衰退。例如，ISM指数在经济处于衰退的2001年里的大部分时间都是40多一点点。在2003年，制造业活动放缓，该指数也降至50以下，但有若干个月都保持在42.7以上。然而，整体经济在持续增长。

另外还有一点，当指数从51上升至52，并不代表一个2%的增长。它只是反映出该部门**以更快的速度增长**。又或者，ISM指数从49下降至48，反映的是以更快的速度下降。在大多数情况下，你只需要看数据趋势是在50以上还是以下，据以判断经济是增长还是收缩。指数值高于50越多，经济就越为强劲，反之亦然（见图9—1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

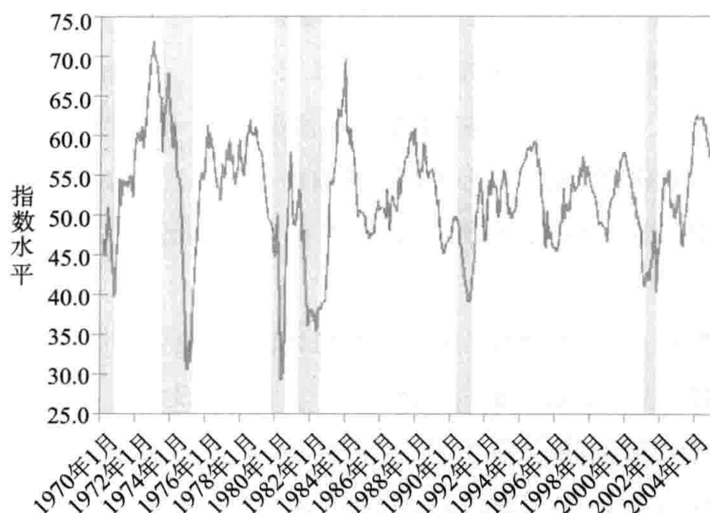


图 9—1 ISM 制造业调查

说明：这一扩散指数反映的是制造部门的活动——任何高于 50 的水平都标志着经济的增长。

资料来源：供应管理协会和哈弗分析。

这些数字是基于对简单问题的回答。采购经理被问及他们的业务情况与前一个月相比，是“更好”、“相同”，还是“更差”。有些时候，“更好”会被“更高”或“更快”替代；有些时候，“更差”会被“更慢”替代。调查问卷并不问及实际的水平，而只是对公司业务前景的**主观**评估。指数的计算方法是：回复是“相同”的问卷数量减半，然后被加入到回复是“更高”的问卷中。二者之和就是未经调整的指数。由商务部计算的季节性调整因子被用来计算经季节性调整的指数。简而言之，指数 ＝“更高”＋～0.5 × “相同”。

将这五个部分纳入 ISM 指数的原因非常简单。新订单是经济活动的先行指标。生产商订单的变化将会导致生产的变化。生产反映的是目前的状况，是经济活动的同步指标。随着产出增加，生产者将会雇佣更多的工人以满足增长的需求。就业也是一个同步指标。存货通常是经济活动的滞后指标。存货增加通常可以持续到经济陷入周期性衰退，因为制造商不确定需求的下降到底是暂时的还是永久的。存货在经济复苏的早期可能会下降，因为生产商会消耗在经济衰退期积累的库存。供应商交货，也被称作卖主交割（货）执行情况，其作用方式与未完成订

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单大致相同。生产者放慢交货速度，则意味着他们非常忙碌，以致不能迅速完成所有订单。供应的短缺或运输的混乱都有可能阻碍制造商更为迅速地完成订单。货物交付速度放慢意味着快速的经济增长。相反地，更为快速的交货则表明经济放缓——如果生产者能迅速完成订单，则表明他们没有那么忙碌。卖主交割（货）执行情况被包含在经济咨商局的先行经济指标指数中。

市场反应

自从艾伦·格林斯潘在他担任美联储主席的早期宣称他非常重视这份报告之后，金融市场参与者就总是焦急地等待着 ISM 制造业调查数据的发布。通常情况下，股票和外汇市场参与者期待看到经济稳健的数据，而固定收益市场专业人士则更希望经济走弱。ISM 向上变化，预示着经济的增长，债券市场参与者预期市场将会出现通货膨胀压力，或对其有利的美联储的货币宽松环境将会终结。相反，呈下降趋势的 ISM 将带来债券市场的反弹。

注意!

不要像解释普通数据那样去解释 ISM 指数。任何高于 50 的 ISM 指数值都标志着经济的增长以及制造业的坚挺。这一指数值在月与月之间上下变动并不让人感到惊讶。ISM 指数的上升幅度大小并不像其变化趋势那么重要——ISM 指数表现出向上还是向下的势头。

如果指数开始向下变动（即使指数值仍保持在 50 以上），也有可能预示着经济衰退的开始，或者至少是经济活动放缓。当经济陷入衰退，而指数从 39 上升至 41，经济仍然非常疲弱。但如果 ISM 开始向上变动，则有可能预示着经济的复苏。

你可能想分别监测指数的不同构成部分。监测指数的哪一部分更好？生产、新订单还是就业？基础广泛的综合指数的上升更能预示可持续的复苏。但是，仅有新订单和供应商交货是先行指标，就业和生产是经济活动的同步指标，而存货则有些滞后。因此在经济复苏的早期阶段，如果仅有部分指数向上变动，不用惊慌。

价格指数不是 ISM 综合指数的构成部分，它被单独监测。通货膨胀是一个滞后指标，因为即便是在经济复苏的第一年，CPI 的上升往往还是会进一步放缓。相反，在经济衰退的早期阶段，CPI 可能还会继续加速增长。但是，在生产的早期阶段使用的价格敏感性材料的价格是经济活动的先行指标。而供应管理协会调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查中的价格指数衡量的都是在生产加工早期阶段的价格，因此ISM价格指数会在经济复苏的早期阶段开始上升。

新出口订单非常有用。外贸部门自20世纪80年代以来已经成为美国经济的重要因素。出口订单的增长有助于国内生产，但也会造成对美国资源的竞争，因此会在经济扩张时期加剧通胀压力。新出口订单指数的变动与美元紧密相关——尤其是在2001—2005年间外汇市场上美元贬值时起。

ISM非制造业调查

1997年，供应管理协会开始针对经济中的非制造业部门每月发布一系列生产和通货膨胀数据。它与制造业调查相类似，但又略有不同，因为它没有一个概括性的扩散指数。在每个月的第三个营业日会发布前一个月的数据，这使得它和制造业指数一起成为最具时效性的月度指标之一。经季节性调整的数据与未经季节性调整的数据都有发布。与大多数经济数据不同，这些数据和制造业调查数据一样从不进行月度修订。但是，商务部每年计算新的季节性调整因子，这会导致不同组成部分前几年的月度数据发生细微变动。

由于不存在一个概括性的扩散指数，市场参与者习惯于监测该调查中的商业活动指数。它得到了与ISM制造业指数相同的关注，但它与制造业调查中的生产指数的联系更为紧密。其他的组成部分包括新订单、就业、供应商交货、存货、支付价格、未完成订单、新出口订单、进口以及存货预期。供应管理协会十分清楚来自制造业调查的加权扩散指数非常受欢迎，但是要编制非制造业部门的扩散指数还需要若干年的数据。ISM非制造业调查是基于发送给62个（SIC）行业的370个采购和供应管理人员的调查问卷。（根据一位供应管理协会发言人所说，他们在2005年底会切换至NAICS。）

市场反应

市场参与者密切关注着这一具有很高时效性的报告，尤其是当供应管理协会的数据历史达到五年，能够对调查进行季节性调整之后。商业活动指数和价格指数是受到金融市场参与者最多关注的两个构成部分（见图9—2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

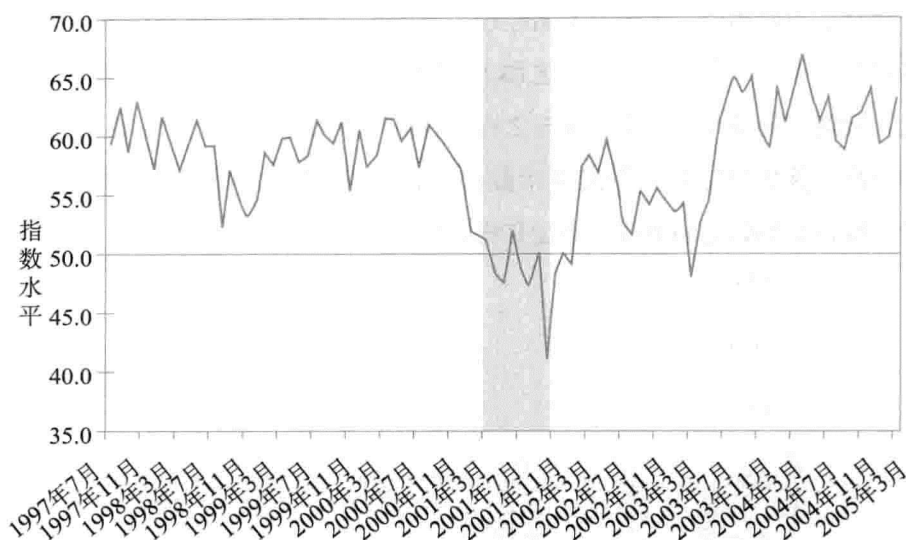


图 9—2 ISM 非制造业调查

说明：ISM 非制造业调查不存在一个综合指数，因此市场参与者主要监测商业活动指数。这一调查比 ISM 制造业调查要新。

资料来源：供应管理协会和哈弗分析。

芝加哥采购经理人指数

芝加哥采购经理人指数（NAPM-Chicago）的当月数据通常在那个月的最后一个营业日发布——在 ISM 制造业指数发布的前一天。从历史上看，大家都认为芝加哥地区采购商的分布与全美国采购商的分布相类似，因此芝加哥采购经理人指数得到了更为密切的关注，因为很多经济学家和交易商根据芝加哥采购经理人指数的变动方向来对 ISM 指数做出预期。事实上，芝加哥指数不仅仅衡量制造业活动，它衡量的是整个商业活动。也就是说，它的受访者不局限于制造业部门。因此，不应该期望芝加哥采购经理人指数能够很好地预测 ISM 制造业指数，尽管还是有很多市场参与者继续使用这一指数来预测 ISM 指数。统计性分析显示，它与 ISM 制造业指数之间仅存在非常松散的联系。在大多数情况下，与 ISM 制造业指数相比，芝加哥指数的下降和上涨幅度更大。相反地，人们应该考虑使用芝加哥采购经理人指数来预测 ISM 非制造业调查中的商业活动指数的变化。

市场反应

芝加哥采购经理人指数的上升被股票市场视为利好消息，但被债券市场视为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利空消息。与此相反，芝加哥采购经理人指数的下降会导致债券市场反弹和股票市场走弱。作为一个经济指标，芝加哥采购经理人指数有着悠久的历史，正因为如此，金融市场参与者确实会对与之有关的新闻做出显著反应（见图9—3）。但再强调一次，该指数与ISM制造业指数或工业生产指数之间都不存在完全相关性，因此不应该受到如此的重视。不过有些时候，老习惯是很难改变的。

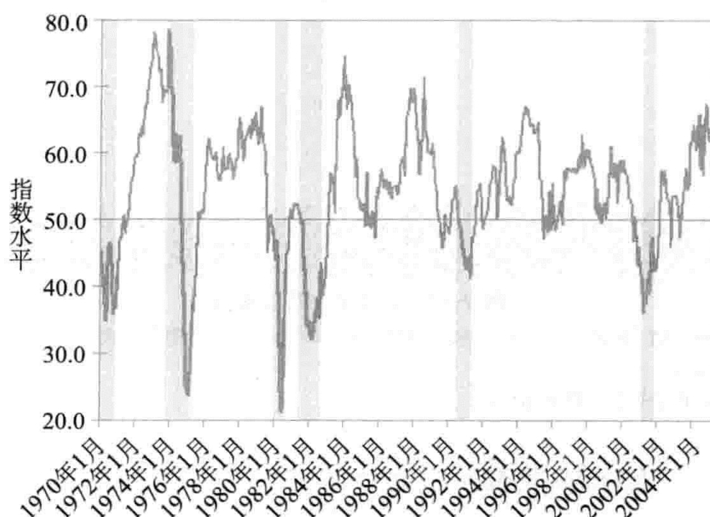


图9—3 芝加哥采购经理人指数

说明：芝加哥采购经理人指数受到了市场参与者的广泛关注，因为它被认为是制造业状况的先行指标，尽管它涵盖了制造业和非制造业活动。

资料来源：芝加哥采购经理人协会和哈弗分析。

你对采购经理人指数感兴趣吗？

纽约采购经理人指数（New York NAPM）在每个月的最后一天早于芝加哥采购经理人指数一小时发布。出于某些原因，这一市场运行指标并没有获得像芝加哥采购经理人指数那样多的关注。

费城联储商业前景调查

费城联邦储备银行的经济研究部每月编制和发布商业前景调查（BOS）。金融市场参与者和经济学家们称之为**费城联储调查**。在每个月的第三个星期四会发布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当月数据。数据经过季节性调整。

费城联邦储备银行从 1968 年 5 月开始每月进行制造商调查，从而监测该地区的商业情况。商业前景调查是基于这样一种前提：对最近的商业活动进行调查是成本最低的收集经济数据的方法之一。这一报告在政府或私营机构发布其他经济指标之前提供了一个对该地区制造业活动的预览。不过大多数其他的经济数据都是定量的，而这一调查是定性的。但是表明"我们现在如何，以及我们将要如何"是有意义的，不仅仅是费城联储地区，对全美国而言也是如此。调查局限于在该地区有工厂的至少雇佣 100 名工人的制造业企业。在每个月，调查问卷会邮寄给约 250 家机构的主管，涵盖了耐用品和非耐用品制造业；对问卷的回复是自愿的。每个月问卷的回收率为 40%～50%不等。样本会定期进行修订，以包含之前曾经不符合要求的新的参与者，并去除那些不再符合参与要求的企业。[4]

调查问卷包括两组问题，涉及经济活动的十个衡量指标：就业、工作时间、总体商业活动、新订单、未完成订单、出货、存货、货物交付时间、付款，以及收款。第一组问题是关于当前形势，与前一个月相比（每一个指标）是"上升"、"下降"，还是"保持不变"。调查参与者还会被问及他们对未来六个月的预期。与之前一样，他们会被要求回答"更高"、"更低"，或者"相同"。在预期部分，还会被问及未来的资本支出计划。

为了能够更容易地追踪经济状况，一种针对每一个衡量指标计算出的扩散指数，可以用来确定对一些总体经济指标反应的差异性。BOS 扩散指数的前提与 ISM 扩散指数相类似，但二者的计算方法略有不同。BOS 衡量的是每个问题回复的差异性，它用回复"上升"的受访者的百分比减去回复"下降"的受访者的百分比。当所有受访者的回复都是比上月增长，指数达到其最大值＋100。相反，当所有的受访者都报告了某一指标的下降，指数将达到其最小值－100。通常，指数值将位于这两个极值之间。受访者回应（无论是"上升"还是"下降"）的一致程度反映出制造业企业在多大程度上参与到经济的扩张或衰退中。表 9—4 列出了商业前景调查的构成部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9—4　商业前景调查（2005 年 4 月，经季节性调整）

	4 月与 3 月相比				从现在起 6 个月与 3 月相比			
	上升	不变	下降	扩散指数	上升	不变	下降	扩散指数
总体商业形势	35.8	53.7	10.5	25.3	40.8	43.7	13.3	27.5
公司业务指标								
新订单	37.3	45.8	16.9	20.3	49.1	33.1	15.2	33.9
出货	44.0	40.7	14.6	29.4	48.2	32.2	16.4	31.8
未完成订单	14.8	66.4	18.6	−3.8	22.7	56.4	18.8	3.9
交货时间	12.9	74.1	7.9	5.1	19.0	67.1	12.2	6.8
存货	22.0	58.5	18.6	3.4	20.4	48.5	28.9	−8.5
付款	55.9	38.8	5.4	50.5	58.0	28.9	7.4	50.6
收款	33.2	61.6	5.2	28.0	43.0	50.2	6.0	37.0
雇员人数	29.3	57.7	12.5	16.8	30.5	54.6	11.3	19.2
平均每周工作时间	23.1	71.0	2.7	20.4	20.7	66.6	8.0	12.7
资本支出	NA	NA	NA	NA	37.8	37.8	42.7	32.1

资料来源：费城联邦储备银行。

调查问卷的预期部分也用同样的方式计算。BOS 用预期上升的受访者的百分比减去预期下降的受访者的百分比。每一个指标的扩散指数最高为＋100，最低为－100。

在经济下降的初期，并不是所有企业都同时表现出经济活动的下降。当经济开始复苏，也不是所有企业都同时开始增长。当进入经济活动的新阶段，受访者的回答很可能是多样的，没有表现出明确的趋势，扩散指数也可能位于＋100～－100之间的某个点。当经济稳健增长，或大幅下降，扩散指数将会趋于某一个极值，表明制造业中的差异性减小。

金融市场参与者喜欢用 BOS 来预测 ISM 扩散指数。这样做恰当吗？据费城联储的经济学家们说，这一区域性指数与全国指数之间确实存在很强的相关性，因为参与这一调查的制造商来自相对较大的机构，而且他们的市场是全国性的。此外，他们中的很多人都在美国其他地区有工厂。[5]费城联邦储备银行的经济研究部所做的研究显示，总体活动指数能够很好地预测地区和全国性的经济活动——特别是工业生产活动。其他组成部分多数都具有稳定的相关关系，但也有一些部分，如平均每周工作时间和新订单，无法对政府官方的相应指标（来自于劳工部和人口普查局）进行很好的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费城联邦储备银行经济研究部提醒用户要注意 BOS 与其他地区或全国性指标的相关性。首先，BOS 的时间选择与大多数统计数据不同。官方统计数据通常是在每个月的中旬收集。与之不同，BOS 则是从一个月的 20 日左右到下一个月的 5 日，所以它反映的是当前月份和前一个月的数据。因此，如果你使用这一指数来预测其他相关经济指标的月度变化，你要注意看是相同月份还是不同月份，以便检查数据间的相关性。而如果你要监测数据的长期趋势，那么关注三个月的移动平均值可能更为有用——而且能够显示出一个更为稳定的制造业图景。

BOS 与官方统计数据相比另外一个重要区别是，最好关注指标的变化情况，而不是关注指标的绝对水平。BOS 指数代表的是定性数据而不是定量数据，所以如果 BOS 扩散指数在几个月中呈下降趋势，你可能会预期工业生产将出现大幅下降，或者是工业生产的变化率将下降（见图 9—4）。

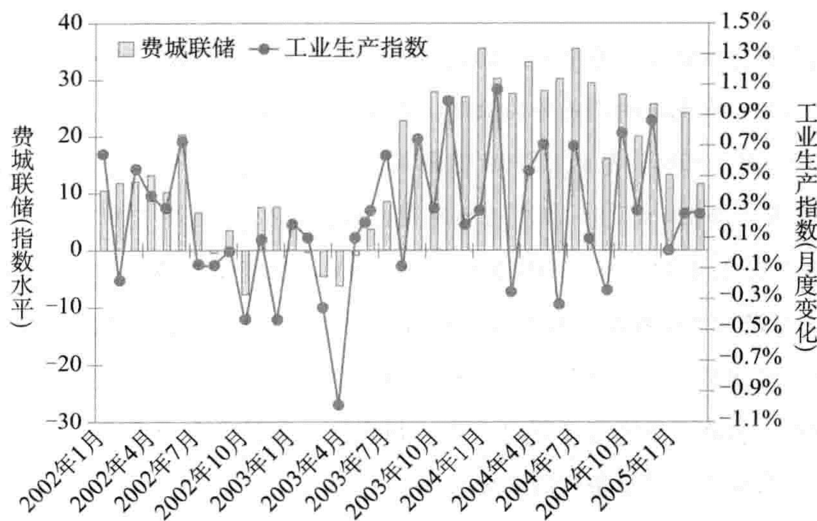


图 9—4　商业前景调查与工业生产

说明：图表描绘了费城联储的总体活动指数与工业生产指数月度变化之间的强相关关系。
资料来源：费城联邦储备银行、联邦储备委员会与哈弗分析。

市场反应

任何具有时效性的经济指标都会受到金融市场参与者的欢迎。尽管都是扩散指数，但 BOS 和 ISM 指数的解读方式不同，所以二者无法直接比较。金融市场参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与者可能会对BOS的变动做出反应，但是相比较于其他的经济指标，他们的反应可能更为谨慎。（尽管毫无疑问的是，费城联储调查曾经导致股票价格和债券价格同时上涨和下跌，其原因是报告出人意料地强劲。在2005年4月21日，股票价格在强劲的报告发布后飙升，而与此同时，由于债券投资者担心经济走强，债券价格下跌，债券收益率上升。）

作为一个指数，该经济指标的解读相对更为困难，因此市场参与者会参考由费城联储提供的分析。如果分析显示经济活动恶化，债券市场将会反弹，利率将会下降，而强劲的报告将会促使股票价格上升。历史数据显示，外汇市场专业人士并不太关注这一指标，但是在2005年，他们试图寻找各种借口来提振恶化的美元。因此，一个预料外的强劲的报告将会帮助提升美元价值。

注意！

首先来看费城联储调查中不同构成部分的指数水平。指数向任一极限值移动，＋100～－100，表现出的是差异的幅度。该数据序列从1968年5月发布，最大的差距发生在1973—1975年的经济衰退期间。指数在1973年3月为58.9，而到1974年12月下降至－57.9。在更近的时期，该指数在2001年1月下降至－36.9，到2004年7月上升至35.5。指数值越接近＋100，经济活动越强劲；指数值越接近－100，经济活动越疲软。接下来看看指数的变化方向。扩散指数是变为更大的正值、更小的正值、更大的负值，还是更小的负值？当指数变为更小的负值和更大的正值时，它表明经济情况得以改善。相反地，当指数变为更小的正值和更大的负值时，它反映了经济条件的恶化。

大多数的市场参与者关注总体活动指数，它与生产指标相类似。它不是这一调查的其他构成部分的综合指数。你可能也想看看调查中的单独指标，如就业、工作时间、新订单和未完成订单、出货、存货、供应商交货，以及付款和收款。BOS有一个长期和可靠的历史，但是也不能完全依靠它来判断制造业活动。如果你在为某一特定观点寻找确认的证据，那么商业前景调查将非常有用。但是当你用该调查的数据来证实新的变化趋势时，则要非常小心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帝国制造业调查

帝国制造业调查在每月 15 日发布；如果 15 日正好是周末，就在随后的星期一发布。纽约联邦储备银行进行这一月度调查，调查针对的是纽约州的制造商。来自纽约州的参与者代表了各种行业。在每个月的 1 日，调查问卷被发送给同一个样本池中的约 250 个制造业企业的主管，他们需要报告与前一个月相比一系列指标的变化情况。受访者还要给出他们对同样的指标在未来六个月可能的变化方向的观点。调查结果较早发布是合理的，因为绝大多数的回复会在每个月的 10 日之前收到，尽管接受回复的截止日期是 15 日。据纽约联储经济学家说，每月能收到约 100 个回复，调查回收率为 40%，与费城联储商业前景调查的回收率几乎相同。[6]

指数使用标准的统计程序进行季节性调整，但通常需要五年的数据。因为帝国制造业调查的构建和费城联储的商业前景调查相同，问的问题也相同，于是纽约联储使用来自费城联储制造业调查的历史数据来建立帝国制造业调查的历史季节性模式。在这短短的时间跨度内，费城联储商业前景调查的月度水平和帝国制造业调查的月度水平几乎是相同的。趋势相似虽然有可能是因为费城联储地区和纽约联储地区的制造业活动的行为方式相同，但也可能是因为季节性调整因子导致二者间存在了一定的相关性。我们所感兴趣的是，当纽约联储有足够的数据来为这些数据建立它们自己的季节性模式后，这一趋势是否还继续存在。当每一个新月份的数据发布后，前一个月的数据要稍做修订。每一年，所有的数据也要经过基准修订。政府机构往往会每年重估绝大多数经济指标的季节性调整因子。

纽约联储经济学家理查德·戴茨和查尔斯·斯坦德尔研究了帝国制造业调查的预测能力，发现它与两个历史更长、认可程度更高的调查——ISM 制造业调查和费城联储商业前景调查——相比毫不逊色。他们承认帝国制造业调查还没有在一个完整的商业周期（包括一个扩张和一个衰退）中得以验证，但是迄今为止它已经建立了良好的追踪记录。[7]尽管如此，我认为商业周期测试对于提升该调查的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测能力的可信度还是至关重要的。

市场反应

帝国制造业调查让很多市场参与者感到兴奋，因为它很好地预测了费城联储商业前景调查。这很好，但是费城联储指数是不是能够很好地预测制造业形势呢？事实上，我们很早就发现费城联储指数能够很好地预测工业生产指数的月度变化方向。然而，很多市场参与者更喜欢将所有的制造业调查放到一起，喜欢看到它们之间能够互相预测。例如，帝国制造业调查能够预测费城联储调查，而费城联储调查能够预测 ISM 制造业指数。

很重要的一点是，要注意这些调查虽然相似但并不完全相同。供应管理协会调查的回收率要远高于费城联储商业前景调查和帝国制造业调查。定期发布供应管理协会调查的马克·彭德指出，回收率更高是由于供应管理协会的主席争取到了其会员的支持。供应管理协会的主席发展了业务关系，而且这一组织成员之间的感情是很深的。因此，更多的作为供应管理协会会员的采购代理人都倾向于定期对会员调查做出回应。[8]这使得回复前后一致的可能性增大了，因为它们被同一个人（采购代理人）回复。联储调查将调查问卷发给相同的主管们，但是完全有可能是在同一管理办公室里的不同的人对问卷做出回答。

当帝国制造业调查的总体商业状况指数上升时，这对股票投资者而言是利好消息，但对债券投资者而言是利空消息。相反地，当总体商业状况指数下降时，债券市场反弹，但股票价格将下降。经济强劲的消息（指数上升）有利于外汇市场上的美元价值，会使美元升值（见图 9—5）。

你对更多的联储调查感兴趣吗？

一些联邦储备区银行针对其联储地区的商业活动编制月度调查报告。它们中的绝大多数都没有成为经济运行指标，尽管它们对于本地区的分析还是非常有用的。这些报告包括堪萨斯城联储调查、里奇蒙德联储调查，以及芝加哥联储中西部制造业指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

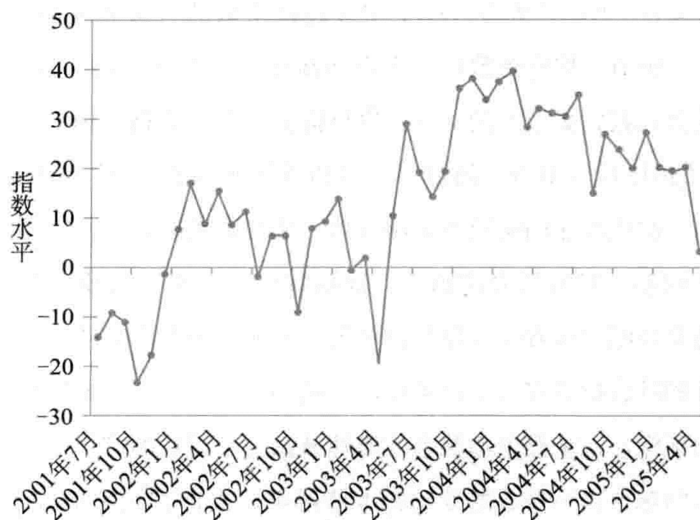


图 9—5 帝国制造业调查

说明：帝国制造业调查与费城联储商业前景调查相似，但它更年轻，历史更短。

资料来源：纽约联邦储备银行和哈弗分析。

先行经济指标指数

先行经济指标指数衡量的是经济活动的方向。这一指数是按照及时性、一致性和预测能力挑选的共十个经济指标的综合指数。该指标经过季节性调整，指数的基准年度是 1996 年，基准值为 100。经济咨商局在每个月结束后的大约三周发布该指数。与先行指标相配合，经济咨商局还发布一个同步经济指标指数与一个滞后经济指标指数。但是在 20 世纪 80 年代，这两个指数并没有获得和先行经济指标指数同样多的关注，然而在 1990—1991 年经济衰退之后的 90 年代早期，金融市场参与者和经济学家们开始更为关注这些数据了。

商务部在哥伦比亚商业周期研究中心的帮助下，于 1989 年对该指数进行了一次大幅度的修订，去掉了一些数据序列，加入了另外一些数据序列。这次修订的前提是，美国的经济结构在战后时期已经从商品生产向服务生产转移了。很多人认为，先行经济指标指数被设计成仅仅代表制造业的变动方向。尽管先行指标的选择考虑了服务行业和消费者，但是指数中的大部分指标仍然集中于制造业部门。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济咨商局在1996年从商务部手中接过该指数的管理和编制工作的几个月后，对它进行了更新。构成指数的十个经济指标为制造业平均每周工作时间、首次申请失业救济人数、卖主交割（货）执行情况、股票价格（由S&P 500指数衡量）、实际货币供应量（由M2衡量并经过通货膨胀调整）、住宅建设许可、耐用消费品新订单、制造商非国防资本品新订单、消费者预期，以及10年期国债和联邦基金利率的利差。旧的经验法则是，该指数连续三期下跌预示着经济的衰退，而连续三期的上升则预示着经济复苏的结束。但如经济咨商局所说："只有当这一经济先行指标的综合指数在六个月期间向下运动2%（年率）或更多，并伴随着多数构成指标的下降，经济衰退的警告才能够被认为是可靠的。"[9]

许多分析师称，这一指数的变动幅度能够揭示出即将到来的经济衰退的深度或复苏中经济增长的幅度。这并不正确。先行经济指标指数只是被设计用来表明经济活动的方向，仅此而已。更准确地说，先行经济指标指数被设计用来预测同步经济指标指数的变化。

地方媒体总是会提及这一指标，或许是因为它很容易理解，但金融新闻却较少关注它，因为并不是所有的金融市场参与者都对它同样感兴趣。例如，相较于股票投资者，债券投资者对它的兴趣不大。大多数的金融市场参与者认识到该指数并没有揭示新的信息，因为它在每个月的晚些时候发布。构成指数的十个指标在计算该指数的时候就已经能够获得了。在战后时期，当该指数没能正确地确定经济的转折点之后，它经过了无数次的修订；如果回顾数据，这一指数看起来还不错，但这是因为你所看的是经过修订的数据，而不是原始的先行指标！一般情况下，不应过分关注作为经济增长率预测指标的先行经济指标指数的变动幅度。

"我能想出半打的理由来解释为什么我不花太多时间来思考这些先行指标。"雷曼兄弟经济学家乔·阿巴特在先行指标发布的前夕对《华尔街日报》记者如是说。[10]

同步经济指标指数包括四个数据序列：工业生产指数、以2000年美元计算的个人收入减转移支付、非农就业人数，以及以2000年美元计算的制造业和贸易销售额。这一指数的前提是这些构成部分的变动与整个经济完全一致。当经济增长，该指数将上升；当经济衰退，该指数将会下降。由于构成指标都在同步经济指标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数之前发布，该指数看起来没有什么用处。

滞后经济指标指数包括七个经济指标：平均就业时间（周）、存货对销售额比率（制造业和贸易）、制造业单位产出劳动力成本指数变化、平均银行贷款基本利率、商业和工业贷款余额（2000 年美元）、消费分期付款信贷对个人收入比率，以及服务业 CPI 变动（年化率）。这一指标的基本思路是某些经济部门会滞后于商业周期。因此滞后指数在经济开始扩张时仍可能继续下降，在经济已经陷入衰退后仍有可能继续上升。

市场反应

尽管金融市场参与者通常不会对先行经济指标指数做出强烈反应，但当市场情绪超乎寻常地积极或消极的时候，市场参与者会抓住任何信息来证明他们的观点。例如在经济复苏的早期阶段，债券交易者可能仍对经济复苏持怀疑态度。如果先行指标指数表现出稳定的上升，交易者会认为经济的复苏更为确定，利率即将上涨。当经济开始进入衰退后，债券交易者用先行指标指数的下降来证实利率即将下跌。

注意！

要确定指数的上升或下降是否有广泛的基础，否则你将很难对数据有较好的解读。此外，只看指数的变化方向，不要担心其上涨或下跌的幅度。这一指数在经济处于拐点时最为有用。

你对先行经济指标感兴趣吗？

许多经济分析师都尝试提供能够预测经济运行和通货膨胀变化方向的先行经济指标，其中最为成功的是美国经济周期研究所（ECRI）。它独家发布了超过 100 个指数来预测全球经济活动和通货膨胀。除了向媒体发布的月度未来通胀指标（FIG）之外，它的所有服务都需要订阅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

季度指标

服务业季度调查

服务业季度调查由人口普查局组织实施，它提供了被 NAICS 划分为服务行业的美国企业的收入估计值。调查包括：信息业，专业、科技以及技术服务，管理和支持，以及废物管理和补救服务。样本包括约 5 000 家雇主公司，选自服务业年度调查报告。调查包括各种规模的公司；样本每季度更新以考虑新的服务业务、企业倒闭以及调查所涉及范围内的其他变化。

这是一个比较新的调查，在 2004 年才第一次发布。季度报告所获得的关注往往要少于更为频繁发布的报告。此外，报告涵盖的仅仅是美国服务业中的很小一部分。但是，针对服务行业（除 GDP 外）发布的经济指标并不多，而且人口普查局承诺将扩大行业的选择范围。

存货周期会加剧经济商业周期和工业生产增长。这也就是为什么制造业部门的经济指标受到如此多的关注。然而，服务行业占到了美国经济中的大部分，但涉及服务行业的经济指标的数量却非常少。联邦统计机构肯定会愿意提供这方面的信息，不过资金始终是一个问题。

你对小型企业部门感兴趣吗？

全美独立企业联盟（NFIB），全美最大的小型企业支持团体，基于对小型独立企业主的调查来编制针对小型企业部门经济趋势的月度报告。该调查始于 1973 年，最开始时是季度调查，1986 年 NFIB 将它转变为月度调查。

本章要点

- 生产指标显示，经济强劲的信号会导致债券价格下跌（收益率上升），股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格和美元价值上升。

- 预示着经济疲软的生产性指标会导致债券价格上升（收益率下降），股票价格和美元价值下跌。
- 大多数经济指标都是有用的，但观察者和金融市场参与者在这些指标发布时不应过度反应。
- 永远不要只看某一个月数据的表面数值。要关注数据的变化趋势，尤其是当有异常变动出现的时候。
- 现在工业生产所占美国经济的比重要小于20年或40年之前所占的比重；尽管如此，会产生存货的商品生产仍然很重要，因为它会导致商业周期波动。
- 地区性调查（例如费城联储调查、帝国制造业调查和芝加哥采购经理人指数）非常重要，因为它们与全国性指数相互关联——而且它们涵盖的都是大的人口密集地区。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章

联邦储备系统

金融部门简介

本书主要描述经济“真实”的一面。也就是说，我们关注那些反映经济活动坚挺程度的经济指标，例如国内生产总值、零售额或就业形势。尽管如此，我们还应记住经济活动受到金融因素的影响。在很多情况下，描述商业环境的经济指标是由资金流量或利率的变动决定的。利率走势也受到商业环境的影响。国际因素和美联储政策也会影响利率水平。这意味着我们不能仅仅关注描述生产的经济指标，也不能仅仅关注利率水平或仅仅关注股票市场。经济的涨跌都是相互关联的，在评估当前的经济状况和制定财务决策时，要综合考虑所有因素。

下面两章将介绍美国联邦储备系统和财政部融资。了解了货币政策的过程就把握了金融市场的命脉。这一章的内容包括对联邦储备系统的简要介绍、货币政策的实施、货币总量，以及其他被市场参与者密切监测的主要经济指标。关于财政部融资的章节重点探讨国债拍卖、表明联邦政府为何需要向公众借款的财政部月度报表，以及显示金融工具（包括国债）跨境国际流动的财政部国际资本流动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报告。国债市场反映的是联邦政府的借贷，被金融市场参与者称为“供给”。它与这些证券的需求（来自于个人或机构投资者）一起，决定了市场上的证券价格和利率水平。国债也是美联储实施货币政策的一个渠道。

美国联邦储备委员会主席通常被认为是国家里拥有第二大权力的人，因为他或她从根本上控制了国内经济的方向，并且对全球经济状况也会产生重大的影响。难怪只要美联储主席说什么，人们就听什么（然后金融市场就会震荡）！

本章的第一部分将对美联储的主要职能及其内部结构进行简要介绍。第二部分将探讨美联储的货币政策制定者角色。最后第三部分将介绍货币总量和其他主要经济指标。

美国联邦储备系统介绍

主要职能

货币政策指的是控制货币供应量的增长或利率水平，它是美联储最明显的职能。国会最初授权美联储负责货币政策是为了使货币保持更高的弹性，从而能够避免类似 19 世纪和 20 世纪早期许多金融恐慌的发生。在更近的时期，1978 年的《充分就业和平衡增长法案》，也被称作“汉弗莱-霍金斯法案”，指导着美联储“有效推动充分就业、物价稳定，以及适度的长期利率水平目标的达成。”[1] 尽管《汉弗莱-霍金斯法案》在 2000 年年中到期，但美联储官员仍继续遵循了其中的很多主要原则。

金融市场的流动性和稳定性与货币政策紧密相关。联邦储备系统在 1913 年创立，当时商业银行是金融市场的主要参与者。选择成为美联储成员的银行被要求在它们的地区储备银行中保有一定数量的准备金，但它们也可以从美联储的贴现窗口借入资金。1980 年《货币控制法案》的出台迫使所有的存款机构按要求保持存款准备金（也向所有存款机构开放贴现窗口），给予了美联储对银行准备金的更大的控制权。而两个因素削弱了美联储对准备金和资金流动的直接控制：20 世纪 80 年代银行业的放松管制以及 20 世纪 90 年代的低利率水平。投资者将他们的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金从需要保留准备金的银行中取出，投入不需要保留准备金的共同基金和投资公司。

为了降低银行倒闭的几率，对银行和其他金融机构的监管职能也交给了美联储。作为监管者（尽管不是唯一），美联储制定与联邦法律相符的规定。在监督方面，美联储对单个银行、银行控股公司以及其他一些机构进行现场检查，以确保它们安全和健康地运行。美联储不仅仅监督国内银行，也监督在美国运行的外资银行。

在20世纪70年代和80年代，国会增加了对消费者福利和地方社区的关注。因此，美联储的作用被扩大，开始包括对消费者保护法及社区再投资和发展法案的管理，如《诚实借贷法案》（1960年）、《平等信用机会法案》（1975年）、《住房抵押贷款信息披露法案》（1975年），以及《社区再投资法案》（1977年）。

美联储还与美国财政部保持着紧密的联系。从政策角度来看，它们二者都参与国家经济政策的制定和实施，但美联储独立于财政部和其他行政部门。从操作角度看，美联储扮演了财政部的银行家角色，因为财政部在美联储持有账户，而且使用这个账户进行绝大多数的支付。联邦政府使用由美联储进行清算和支付的国库支票来购买商品和服务，或进行社会保障支付。美联储按常规代表财政部负责国债的发行、服务的提供以及赎回。

最后，联邦储备系统通过12个地区储备银行向存款机构提供服务。这些服务包括电子化的，以及通过自动化票据交换所进行的银行间资金的有效转移。

结构和组织

联邦储备系统由私人和公共元素构成，伴随着权力的集中和下放。**联邦储备委员会**是联邦储备系统的核心管理机构，也是联邦政府的一个独立机构。其七名理事由美国总统提名，并经参议院批准。理事一个完整的任期为14年，每个偶数年会有一位理事的任期届满。长任期的设计是为了防止理事受到政治压力，也是为了提升委员会的稳定性和经验。但从20世纪70年代以来，很少有被任命的理事一直任职至期满。一个任职期满的成员可能不会被再次任命，但一个填补别人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未到期的成员则会被再次任命直至期满。美联储主席艾伦·格林斯潘就是这种情况——他最初是在 1987 年被任命接替未到期的前任，然后被再次任命至 2006 年 1 月 31 日结束整个任期。他不能够再次连任了；但是他可以合法地留在现在的位置上，直至总统任命新的理事。总统从委员会成员中任命主席和副主席，任期为四年，任命决定需要得到参议院的批准。

你知道吗?

一位前任美联储理事曾声称，前任理事的半衰期是六个月。然而，曾在 20 世纪 80 年代末和 90 年代担任理事的经济学家们发现，曾担任理事这一身份使得他们在华尔街获利丰厚。

联邦储备委员会理事负责实施货币政策（通过联邦公开市场委员会）、批准地区银行改变贴现率的申请，以及在法律规定的限度内改变法定存款准备金。他们对监管活动、保证金要求责任、消费者保护和社区事务活动负有最终责任。委员会监督着 12 个地区联邦储备银行：它负责任命每一个地区储备银行的九个董事会成员中的三个，并批准每一家银行的主席和第一副主席的任命。

联邦储备委员会直接对国会负责，并经常性地向国会委员会报告。金融市场参与者期盼着每年 2 月和 7 月由美联储主席所做的关于货币政策和经济展望的证词演说。这一制度最早是由《汉弗莱-霍金斯法案》确立的，在该法案到期之后仍然继续施行。联邦储备系统与联邦政府其他机构的财务完全独立，它不依靠国会的财政拨款运作。

联邦公开市场委员会是一个特别委员会，负责决定货币政策的整体策略并监督联邦储备系统在外汇市场上的活动。联邦公开市场委员会由 12 名具有投票权的成员组成：联邦储备委员会的全部七名理事，其中联邦储备委员会主席担任联邦公开市场委员会主席，以及 12 个地区联邦储备银行行长中的五名。纽约联邦储备银行的行长担任联邦公开市场委员会的副主席，和七名联邦储备委员会理事一样，他拥有永久投票权，这是因为纽约联储负责实施公开市场操作。其余四个席位由剩余的 11 个地区联邦储备银行行长轮流担任。例如，芝加哥和克利夫兰地区联邦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储备银行行长在投票年轮换担任。不管银行行长是否在某一给定年份参与投票，他或她都会积极地参与到会议讨论中（见表10—1）。

表10—1 **轮值行长**

总是投票	
纽约	
	第三组
第一组	亚特兰大
波士顿	圣路易斯
费城	达拉斯
里士满	
	第四组
第二组	明尼阿波利斯
克利夫兰	堪萨斯城
芝加哥	旧金山

12个联邦储备银行分别位于波士顿、纽约、费城、克利夫兰、里士满、亚特兰大、芝加哥、圣路易斯、明尼阿波利斯、堪萨斯城、达拉斯和旧金山。（这些银行可能在该地区的其他主要城市有一家或多家分行。例如，旧金山联储有西雅图支行，而芝加哥联储有底特律支行。）地区联储银行的公司结构与私营商业银行相类似。这些银行有董事会，发行股本股票，银行工作人员的工作可以和私营部门相媲美。每一个地区联邦储备银行都有一个由九名董事组成的董事会，董事会成员来自于社区大大小小的银行、地区内的大型公司和社区领导层。地区董事会还依赖于当地大学的学者。

地区银行的主要职责是增进公共利益，而不是更为狭隘的股东利益，因此银行的交易不受利润因素的影响。尽管如此，作为日常业务的副产品，银行仍然能够获得利润。但是在20世纪90年代，联邦储备系统针对它们的成本和利润进行了研究，以决定是否要进行人员调整或关闭支行。很多在地区银行的美联储雇员被解雇——就像为一个常规的受利润驱动的公司工作一样，这是为美联储工作所得到的教训。任何高于营业费用和固定股利支付的收益都将交给美国财政部，尽管法律并没有这样要求。地区联邦储备银行有若干功能，它们是：

（1）执行由联邦公开市场委员会决定的方针决策；

（2）检查和监督所在地区由州政府特许的州银行；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）向财政部和其他政府机构提供银行业服务；

（4）提供诸如支票兑现，处理商业银行的存款准备金账户，发放贷款等服务；

（5）发行联邦储备券（纸币）。

你知道吗？

据《经济学人》杂志报道，2003 年，美联储所报告的利润超过 230 亿美元。但其他的中央银行就没这么幸运了。欧洲中央银行在 2002 年和 2003 年都遭受亏损。而如果日本央行持有的日本政府债券（目前收益率接近于零）的价值下降，日本央行很可能会看到资产负债表的大幅调整。[2]

金融市场参与者最为关注的美联储的功能就是货币政策的制定。美联储的目标是保持物价的稳定和促进经济的增长。尽管联邦政府能够通过财政政策促进经济的增长，但只有美联储有能力通过货币政策来抑制通货膨胀。（联邦政府的过度的刺激性财政政策会增加通胀压力。除非美联储批准同时实施宽松的货币政策，否则通货膨胀不会长期存在。）

你知道吗？

前美联储副主席弗雷德里克·H·舒尔茨（1979—1982 年在任）在 2005 年圣路易斯联储的出版物中称，“令米尔顿·弗里德曼惊讶的是，艾伦·格林斯潘是历史上最伟大的政策微调家。”[3]

长期以来，经济学家们一直认为在短期内美联储不能对经济进行微调，在长期内仅能够通过稳定价格的政策来促进可持续的经济增长。在 20 世纪 90 年代，一些国会领导人试图修改《汉弗莱-霍金斯法案》，仅赋予美联储稳定价格的单一权力。尽管如此，许多经济学家和政策制定者仍然认为在国内失业率急剧上升的情况下，美联储应该继续关注就业和通货膨胀以防范经济的衰退。这也是美联储至今未将通货膨胀目标作为美国的货币政策工具采纳的一个原因，但这在其他中央银行颇为流行，如英格兰银行、欧洲中央银行和加拿大央行。即使是在联邦储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备委员会内部，通货膨胀目标制这一概念也有大量的支持者和反对者。通货膨胀目标制不仅仅对美联储主席格林斯潘和前美联储长期工作人员、格林斯潘的盟友、美联储理事唐纳德·科恩尤其有吸引力。它最大的支持者是本·伯南克——2002—2005 年美联储理事，并在 2005 年 4 月被乔治·布什总统提名为总统经济顾问委员会主席。

或许美联储理事伯南克已经在联邦公开市场委员会表明了对通货膨胀目标制的态度：根据 2005 年 2 月 1—2 日的会议纪要，美联储政策制定者讨论了通货膨胀目标制。有些分析家认为通货膨胀目标制有可能会在格林斯潘任期结束后实行。[4]

在 2005 年 10 月 24 日，布什总统提名本·伯南克接替格林斯潘担任美联储主席。尽管伯南克支持通货膨胀目标制，但不要认为当他的任期自 2006 年 2 月 1 日开始时一切都已经确定下来了。他仍然需要劝服他在联邦公开市场委员会的同事们。

政策制定业务

每年 2 月，美联储主席会向国会汇报其下一年的货币政策计划。因此，每年联邦公开市场委员会的第一次会议会在 1 月末或 2 月初召开，为期两天，以给委员会成员们足够的时间来确立下一年的货币和经济目标。七名美联储理事和 12 名地区联储银行的行长坐下来讨论当前的经济形势，确定经济的发展方向，并制定与这些经济观点相一致的货币总量目标。

大约在每次联邦公开市场委员会会议前三周，12 个地区联储银行会收集各自区域的传闻信息。他们会和本地区的经济学家以及各种大型企业的 CEO 们进行交谈，以评估所在区域的经济形势：零售业的消费情况如何？建设活动是增加了还是减少了？雇主是否因为劳动力市场紧张而被迫提高工资？每次都会有一家地区联储银行被选中来进行信息编制，并对所有区域的经济情况进行总结。这形成了美联储的**褐皮书**。它会在联邦公开市场委员会会议前两周的星期三下午于美国东部时间 2 点向公众发布。

金融市场参与者急切地想知道**褐皮书**中对于经济形势的描述，因为它预先提供了与经济有关的信息，反映了最近四至五周的经济状况。尽管市场参与者明白数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是来自于传闻而且是定性的，但与很多经济指标相比，这个信息是非常及时的。这一报告在过去十年中得到了更多的重视，与过去相比被更多的投资者所密切关注。

会议召开前的星期四，联邦储备委员会工作人员会向联邦公开市场委员会成员发放**绿皮书**。绿皮书反映了他们对于当前经济状况的评估以及对当年和下一年经济的预测。美联储工作人员还要在经济预测中构建联邦基金利率的预期变动，这是经济展望中的一个关键假设。美联储工作人员还会准备**蓝皮书**，在联邦公开市场委员会会议开始前的周末递送到政策制定者的家里。蓝皮书代表的是在四到六周的会议间隔中，美联储如何能够最好地实现其目标的一系列短期政策选择。这两个文件构成了在联邦公开市场委员会会议上讨论的基础。来自于每一个地区银行的经济研究人员已经向他们的地区联储银行行长提出了建议；一些行长已经手持由他们自己的地区银行的工作人员准备的经济预测报告，但并不是所有地区联储银行都会准备详细的经济预测。[5]

在会议上，美联储理事和银行行长将有机会来表达他们对就业、产出和价格前景的观点。在这些经济预测的范围内，他们讨论如何能够最好地实现可持续经济增长和价格稳定目标。也就是说，什么样的利率水平，或多大的货币增长率能够真正使经济大幅度增长且不发生（加剧）通货膨胀？

出于各种原因，联邦公开市场委员会的成员并不总能就经济前景达成一致意见。银行行长对他们所在地区的情况最为敏感，可能会基于他们自己地区的特定情况来进行经济预测；他们对于国际事件的观点有可能不同；或者每个人对过去政策变化的传导，或一般经济事件如何影响未来经济形势发展的解释都会有所不同。

与最高法院法官可以允许多数人和少数人的不同观点同时存在不一样，联邦公开市场委员会最终要达成一个合理的共识。但是根据过去的会议纪要，美联储理事和银行行长之间的分歧是非常明显的。而据前理事珍妮特·耶伦所说，在会议上的正式反对揭示了强有力的信息。耶伦博士对史蒂文·K·贝克纳——《市场新闻服务》记者、《从崩溃边缘回归：格林斯潘年代》的作者——说，她“只有在意见显著分歧的时候才会提出异议。我看到很多人在其第一选择未实现时也投了赞成票”[6]。

前美联储理事、《就职美联储》的作者劳伦斯·迈耶注意到，针对联邦公开市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场委员会提案的反对票往往只有一或两票。他将投票过程称为音乐椅游戏。如果已经有两位联邦公开市场委员会成员提出异议，那么很难有第三位成员再提出异议。因为联邦公开市场委员会的表决是按照字母顺序进行的，姓名字母排序靠前的成员比排序靠后的成员更有可能会提出异议。按照迈耶所说，艾尔弗雷德·布罗德斯比安东尼·圣梅罗更有可能提出异议。顺便提一句，反对者更有可能会是地区联储银行行长，因为在劳伦斯·迈耶的任期内（1996 年 6 月—2002 年 1 月），美联储理事被鼓动要对美联储主席表示支持。在这一时期，没有任何一位美联储理事提出过异议。[7]

2000 年 2 月 17 日的《汉弗莱-霍金斯报告》是最后一个确立货币总量和债务增长范围的报告。确立这些范围的法律规定在当年年中失效，随后的 7 月 20 日的报告不再涵盖这些范围。此外，美联储指出："确立和宣布该范围的法律规定已经失效，而由于债务和货币增速的变化存在不确定性，这些范围在过去很多年里并没有为货币政策的执行提供有用的基准。尽管如此，联邦公开市场委员会相信货币和信用行为将继续为衡量经济和金融形势提供帮助，这一报告更为详细地讨论了货币和信用最近的发展情况。"[8]

八次联邦公开市场委员会会议的议程非常相似，尽管其中六次会议的会期是一天而不是两天。会期为两天的会议在 6 月底（或 7 月初），恰好是 7 月中向国会发布半年度陈词之前召开。在每次会议之前发布**褐皮书**、**绿皮书**和**蓝皮书**的过程是完全相同的。美联储可能会在一年的早些时候制定他们的政策目标，以便在年中将其提交给国会，并对其进行审查。可以放心的是，美联储在全年都会对经济状况的变化做出回应。在紧急情况下，例如当 1987 年 10 月股票市场崩盘，或在 2001 年"9·11"恐怖袭击发生之后，电话会议会带来政策的变化。当经济和货币形势的变化使得美联储有必要改变其当前的政策立场，指令将被下达至纽约联储负责进行日常操作的公开市场操作桌（Open Market Desk）。

货币政策的制定和实施

在本章的第一部分，我们了解了美联储的职能、结构及其如何制定联邦公开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场委员会会议方案。债券投资者、不同交易所的金融期货交易者、股票投资者、外汇交易者、银行家、公司借款人以及消费者都对货币政策过程非常感兴趣。不仅仅是美国，其他国家也都直接或间接地受到美联储利率政策的影响。

美联储观察的演变

商业经济学家为公司提供各种类型的服务。在 20 世纪 70 年代末，过去预测经济活动和利率水平的经济学家们开始转向一个更为专业的引人注目的领域："美联储观察"（Fed Watching）。投资银行和商业银行都有它们自己的美联储观察家，美联储观察家的本质是负责预测美联储的行为以及利率的变动方向。

从 20 世纪 70 年代起，美联储观察工作逐步开展起来，部分是由于经济环境的结构以及处理信息的方式发生了变化。美联储主席的不同个性以及他们选择实施政策的方式也对商业发展起到了重要作用。现如今，经济学家们的日常职责与 30 年前已经不一样了，但也没有变得更轻松。下面就来简要介绍一下自 1979 年起美联储的主要管理制度以及美联储观察家们是如何适应这些制度的。

20 世纪 70 年代是一个高通胀时期，作为一个对抗通货膨胀的机构，美联储失去了公众的信任。1979 年 10 月，新上任的美联储主席保罗·沃尔克为了改变现状所做的改变震惊了金融市场参与者。沃尔克宣布了一项新制度，美联储将采用调整非借入准备金——实质上是货币供应量的调控方法。更为重要的是，沃尔克降低了对未达到货币政策目标的容忍度。在 1979 年 10 月—1982 年期间，美联储观察家每周为其所在机构预测货币总量，所有的目光都集中在每周四下午发布的货币供应量数据上。美联储观察家还关注那些会影响非借入准备金的因素。（准备金将会在随后的章节中详细介绍。）除了货币供应量指标，美联储观察家还会针对每日公开市场操作的准备金需求进行估算分析。美联储观察的过程是非常繁琐的，经济学家们构建复杂的模型来预测货币供应量和准备金影响因素。在这一时期，短期利率水平大幅波动，这是因为调整目标是货币总量而不是联邦基金利率。

1983—1987 年，美联储将调整目标改为借入准备金。这一次，联邦基金利率被视为准备金约束的经济指标。每周的货币供应量数据仍然非常重要，但是已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不像 1979—1982 年那般引人关注了。在这两种制度下，关注每日公开市场操作变得非常重要，因为流动性的降低或增加可能预示着政策的变化。此外，美联储观察家花了相当多的时间来计算和估计那些能够区分“正常”的每日公开市场操作和反映政策改变的公开市场操作的准备金影响因素。

鉴于 1987 年股票市场的崩盘，美联储暂时放弃了借入准备金调整方法，更多地依靠联邦基金利率水平以保证流动性需求。而当 1988 年美联储重新采用借入准备金调整方法时，借入准备金和联邦基金利率之间的关系变得不大可靠了，因为银行危机导致更多的银行从美联储的贴现窗口借入资金。

1989—1993 年间，联邦基金利率被用来衡量在初始借款限额范围内的准备金压力的大小。尽管如此，监测每日公开市场操作也是非常重要的，因为它们可能会预示着政策方向的变动。每周的货币供应量数据变得越来越不重要，实际经济指标主宰了局面。在 1987 年 10 月的股票市场崩盘前几个月才刚刚被任命的美联储主席艾伦·格林斯潘更为密切地监测经济指标。而此时，美联储也因为正在进行中的储蓄和贷款危机而非常关注银行系统的健全性。[9]

在 1994 年之前，美联储并没有预先设定改变政策的时间或日期，尽管联邦基金利率的变动更可能在主要经济新闻如就业形势发布的时候发生。但 20 世纪 90 年代以来，美联储试图避免将政策变动与特定经济指标如就业形势或 GDP 相联系。在任何情况下，当纽约联储公开市场操作桌进行公开市场操作时，联邦基金利率都会发生变化。

1994 年春季，一个新的时代开启了，并一直持续到现在。美联储开始紧随联邦公开市场委员会会议宣布政策变动。在每一次联邦公开市场委员会会议结束的时候，美联储会发布一个声明。声明可能会宣布一个政策的变动，或者与前一次会议之后发布的声明相同，说明没有政策的改变。美联储因此使政策改变的时机与特定经济指标脱钩。此外，对于美联储而言，这种信息披露机制也是全新的，这些信息很好地被金融市场参与者和国会所接受。这是美联储历史上的一个彻底的变革，在此之前，它的决策和审议都是秘密进行的。很多国会领导人长久以来都认为美联储应该更为开放。而现在的美联储事实上正在追求更大的透明度。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004 年 12 月，美联储宣布他们将在仅仅三周后发布联邦公开市场委员会会议的纪要。这大大降低了信息的滞后——而在此之前这一过程需要将近六周的时间。

你知道吗？

有时美联储官员确实会停止讨论经济和货币政策。在联邦公开市场委员会会议的前一周和后一周，存在一个“禁言”期，在此期间美联储理事和地区联储银行的行长不能针对与货币政策和经济展望相关的事项发表言论，或者他们只能够对与之不相关的事项进行评论。

尽管美联储的行为变得更加透明，但美联储主席却通常让人难以理解。“我知道你认为自己明白我说的是什么，但我不确定你是否意识到你所听到的并不是我想表达的。”艾伦·格林斯潘曾经对国会这样说。[10]

劳伦斯·迈耶的著作《就职美联储》中的最后一章是关于艾伦·格林斯潘的，题目是“艾伦，我并不了解你”，也很好地说明了这一点，难道不是吗？格林斯潘总是表现得很神秘，但我们往往会想这是美联储主席故意在公众面前表现得让人捉摸不定。但似乎格林斯潘先生在其他的美联储理事和地区联储银行行长面前也是如此。迈耶讲过一个故事，是关于在 1996 年 12 月格林斯潘如何发表其著名的“非理性繁荣”讲话的。同坐在餐桌上的有格林斯潘的妻子、NBC 新闻的首席外交事务记者安德烈娅·米切尔，她询问餐桌上的其他人，她丈夫所说的是否具有新闻价值。美联储主席的发言甚至对他的妻子而言都是含糊不清的！[11]

在 1994 年之后，没有必要通过关注每日公开市场操作来预测利率水平的变化，因为利率的变化只会在联邦公开市场委员会会议之后发生。既然美联储理事监测经济形势，那么优秀的美联储观察家也是如此。事实上，自从艾伦·格林斯潘被任命为美联储主席，关注的焦点就从货币总量转移到经济指标上。据《商业周刊》说，在格林斯潘担任美联储主席的头十年中，美联储工作人员将数据库中数据序列的数量扩充了三倍，达到 14 000。[12] 美联储观察家之前非常重要的工作——预测每周准备金影响因素和货币总量——现在变得毫无意义了。经济指标变成了王者。联邦公开市场委员会开始认为与货币总量相比，经济指标，如就业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前景、零售额，以及一系列的通货膨胀指标，能够更好地帮助他们评估无通胀的经济增长目标。而那些对经济有更好理解的美联储观察家现在能够比那些仅仅跟进每周货币供应量的观察家更好地预测利率水平。

但对于美联储观察家来说，仅仅评估经济形势是不够的，他们必须要知道美联储在想些什么。因此，潜在政策变化的线索也可能来自于美联储官员的言论。事实上，经济学家们和金融市场参与者会仔细剖析每一位美联储理事和地区银行行长的每一句话。美联储观察家不再钻研准备金影响因素和货币总量的细节，相反地，他们仔细研究联邦公开市场委员会成员所说的所有的话，尤其关注美联储主席的言辞。或许是信息时代的到来使联邦公开市场委员会演讲的传播变得更为容易。但是由于信息的获取变得越来越容易，对美联储理事和银行行长话语的需求也越来越大。平面媒体和电视媒体的金融记者每天都相互竞争，通过采访美联储官员来获得最新的消息。

艾伦·格林斯潘在联邦储备委员会的理事资格于 2006 年 1 月 31 日到期。尽管他可以合法地在原来的位置上再待几个月直至新理事上任，但他不能够再次连任了。这些年他在共和党和民主党政府中的受欢迎程度使他成为了这个时代的标志性人物。毫无疑问，2006 年新的美联储主席也将在这一位置上留下他或她独特的印记。格林斯潘在上任之初并不被看好，因为他的前任保罗·沃尔克被认为是令人望尘莫及的。因此新的主席即使非常有能力，在上任之初也很有可能并不完全被金融市场参与者所接受。而美联储观察也将见证另一场变革。

你知道吗?

一旦美联储理事宣布辞职，他们将不再参加任期结束之前的最后一次联邦公开市场委员会会议。例如，爱德华·格拉姆利克在美联储的最后一天是 2005 年 8 月 31 日，因此他没有参加 8 月 9 日的会议。但这一传统对美联储主席并不适用。艾伦·格林斯潘的任期于 2006 年 1 月 31 日结束，但他仍出席和主持了这次会议。

美联储在行动

除了积极地调整联邦基金利率目标，美联储还讨论其潜在的政策变化。这被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称作道德劝说，或者更多地被称为积极呼吁。在历史上，它引起了市场参与者内心的恐慌，使得利率像被一只看不见的手指引向着“正确”的方向变动。

它是否仍然奏效？有些时候是这样的。但也有些时候，即便是在明确发布了政策变动之后，市场利率水平也并没有向美联储所希望的方向变动。例如，美联储在 2004 年废除了宽松政策，在一年中五次提高联邦基金目标利率共 25 个基点，但目标利率的上升并没有带来长期债券收益率的上升。事实上，在 2004 年 6 月—12 月期间，10 年期国债的平均收益率下降了 50 个基点。

道德劝说

在第 1 章我们了解到因为市场上所有的相关信息被持续不断地处理，金融市场的变动取决于预期。在一个不断调整预期的市场里，某一行动的威胁可能和行动本身一样重要。美联储官员通过表达自己的预期，能够使市场向着他们希望的方向上涨或下跌。美联储主席艾伦·格林斯潘曾长期关注基于利润预期基本面分析的股票价格被高估的问题。美联储可以控制用于购买有价证券的信贷，因此格林斯潘本可以增加保证金要求使得借款购买股票变得更为困难。但他并没有改变保证金要求，而是在 1996 年 12 月 5 日指出，由于公司利润的增长速度可能很快就会放缓，因此股票市场的上涨反映了“非理性繁荣”。而在他的言论发表之后，股票价格确实开始下降了，尽管在 1997 年 3 月美联储提高利率水平之后，股票价格的下跌更为显著。

当他在国会委员会前作证或发表演说的时候，格林斯潘通常会利用这一机会来表达他对经济状况、通货膨胀和利率水平的担忧。这对于市场参与者而言是具有警示作用的。

“坦率地说，当格林斯潘对经济难题做出评论的时候，他试图运用道德劝说。” Stone & McCarthy 预测公司的沃德·麦卡锡对《华尔街日报》说，“因为，坦率地说，如果美联储的意图是使经济增长放缓，不可能只有短期利率上升。”[13]

在大多数时间里，美联储理事和地区联储银行行长的相关评论会涉及美联储保持价格稳定的政策倾向。2003 年的时候，美联储非常担忧通货紧缩前景。这也是美联储将联邦基金利率保持在如此低的水平（1%）并持续如此长时间（12 个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月）的一个原因。在那一年的 6 月，联邦公开市场委员会会议召开前几周，几位美联储官员对通货紧缩的极端负面影响做出了评价。结果债券市场和股票市场投资者相信美联储为了消除通货紧缩，将会下调联邦基金目标利率 50 个基点，而不是最初预期的 25 个基点。这一预期导致债券收益率大幅下降。在 6 月 25 日召开的联邦公开市场委员会会议之后，美联储宣布下调目标利率 25 个基点。这个例子表明，道德劝说并不像预期的那样容易控制，或者解释。市场参与者相信美联储关于通货紧缩的额外发言预示着重大的政策变化，但实际上，美联储只是对联邦基金目标利率做出了一定量的调整。

这些类型的言论会对那些担心利率的上升或下降即将到来（或许在下一次联邦公开市场委员会举行会议时到来）的金融市场参与者的行为有重要影响。这些言论能够导致债券收益率的大幅下降或上升。当金融市场参与者预期美联储将会提高（或降低）利率时，这将在市场价格中得以反映，而更高（或更低）的利率是来自于预期而不是直接的行动。而当美联储实际提高（降低）利率时，有可能不会再对市场产生影响。尽管如此，要警惕的是，过于关注美联储理事或地区联储银行行长的每一句话可能会产生误导。

你知道吗？

美联储官员的言论并不总是一致，他们可能会对当前经济形势给出不同的评估。在 2005 年 1 月 20 日，明尼阿波利斯联邦储备银行行长加里·斯特恩和圣路易斯联储银行行长威廉·普尔都对通货膨胀和经济状况发表了评论。据美联储权威人士史蒂文·贝克纳在《国际市场新闻》上所发表的文章称，斯特恩并不像普尔那样担心通货膨胀，“加里·斯特恩说，他只有看到通货膨胀前景的恶化，才会得出美联储需要加快加息步伐的结论，而他说他并不认为这将会发生。”[14]

与之相反，普尔对通货膨胀前景并没有那么乐观，尽管他也承认在当前通货膨胀看起来得到了“很好的控制”；但是他随后说，即使通货膨胀有可能继续走高，美联储负责政策制定的联邦公开市场委员会也已准备好“更为积极”地提高利率水平。[15]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贴现率

贴现率是联邦储备系统向当地联邦储备银行下面的存款机构和商业银行收取的贷款利率。在 2003 年 1 月 9 日 A 条例（一个管理贴现窗口借款的条例）生效之前，贴现窗口贷款是针对调整性信贷、延伸信贷，以及季节性信贷的。但这一条例改变了贴现窗口借款的结构。现在存款机构可以使用三个方案：一级信贷、二级信贷和季节性信贷。季节性信贷需求在本质上并没有改变，因为它们所影响的是规模相对较小的有周而复始的季节性波动的存款机构，如在农业区或季节性度假区的银行。

对一级信贷收取的贴现率本质上是我们所说的贴现率（在旧的意义上）。在本书写作时，它被设定为比联邦基金目标利率高 100 个基点，被用于财务状况良好的银行和其他金融机构的期限非常短的贷款（主要是隔夜贷款）。那些不够资格申请一级信贷的银行和金融机构可以申请二级信贷，以帮助满足短期流动性需求或解决一些财务困难。二级信贷利率被设定成高于一级信贷利率。季节性信贷利率是选定市场利率的平均值。

不同联邦储备区的贴现率是一样的，尽管每一个地区联储的董事会必须要对贴现率的变化进行投票。投票结果随后被联邦储备委员会核准（或否决），联邦储备委员会可以不需要联邦公开市场委员会的决策而改变这一利率。你可以通过打电话给你所在区域的银行或者在每天的报纸或美联储的网站上来获知当前的贴现率。

联邦公开市场委员会通常在宣布联邦基金利率变化的同时宣布贴现率的变化，因为现在二者之间是挂钩的。除非美联储改变其政策制定过程，否则我们很难会看到只宣布贴现率的变化而没有伴之以联邦基金目标利率的变化。

法定存款准备金

法定存款准备金是美联储用来控制货币供应量的另外一个工具。银行和储蓄机构需要持有的准备金数量取决于存款的类型和规模、银行的类型和规模，以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构所处的地理位置。例如，小银行的法定存款准备金要低于大银行，定期存款的准备金要低于活期存款，农村地区的存款准备金要低于城市地区。1980 年《货币控制法案》下的法定存款准备金结构使得对 M1——货币总量中流动性最高的部分——的控制更容易实现。尽管法定存款准备金是美联储刺激经济的一种工具，但它却很少被使用。在 1991 年初，法定存款准备金曾被小幅修订，目的是允许银行支撑其资本需求，而不是刺激支出。据美联储发表物所说，法定存款准备金在货币政策执行中的作用主要是其“公告”效果。《联邦储备公报》会列出不同类型银行和不同类别存款的法定存款准备金要求。

你知道吗？

美联储还有其他可以任意支配的工具来改变货币环境。例如，美联储在 1980 年初实施了信贷控制，以抑制消费者债务迅速扩张的步伐。许多经济学家认为，信贷控制对 1980 年经济衰退进一步深化起到了主要的作用，因为在那一时期，消费者支出骤降。

公开市场操作

简言之，公开市场操作指的是在联邦公开市场委员会指导下的由纽约联邦储备银行公开市场操作桌执行的每日对政府有价证券的购买和出售。像之前所说的，公开市场操作是美联储改变货币政策所使用的主要工具。公开市场操作也被用来向银行系统提供每日所需的足够的流动性，它受到一系列因素的影响，这些因素将在下面的部分详细介绍。

我们需要区分改变货币政策的公开市场操作和仅仅帮助银行系统平稳运行的公开市场操作。因此，让我们首先来看政策问题。美联储的当前政策通过联邦基金利率监测准备金约束。联邦基金利率实际上是由银行系统的供给和需求情况所决定的准备金价格。

当美联储希望放松货币政策，它**购买**美国国债。在短期内购买国债又被称为回购协议（RP 交易），因为美联储同意购买一个证券并意图在几天之后将其转售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而对于一个更为长久的变化，美联储将会直接购买债券，且不准备将其转售。美联储也可以从其客户手中购买证券，例如持有国债并在纽约联储有美元账户的外国中央银行。

美联储出售证券——做出相匹配的销售或逆回购——来收紧货币政策。在这种情况下，美联储在出售国债的同时承诺在未来某一天将其购回。购买国债将使得美联储增加在银行系统的货币供应，是一个经济刺激措施。出售国债将导致美联储减少在银行系统的货币供应，被认为会限制经济的增长。为了达到促进经济增长和稳定物价的双重目标，如果美国经济陷入衰退，美联储将会通过购买债券来刺激经济。相反地，如果在经济扩张时期通胀压力飙升，美联储将会采取紧缩政策，在公开市场上出售证券。由于美联储只能控制货币总量中的通货部分，所以公开市场操作从根本上不是增加或减少货币供应量。更为恰当地说，它提高或降低了银行准备金的增长。银行通过提高或降低贷款增长来扩大或收缩货币供应量。联邦公开市场委员会曾经为每一个货币总量指标，如 M1，M2 和 M3 的增长设定了年度目标范围，但在 2000 年停止了这一做法。

根据市场对美联储和美联储主席的关注程度来判断，你可能会认为美联储的货币政策是不断变化的。但事实上，美联储并不会非常频繁地改变货币政策。在有些年份，政策调整比较频繁——例如在 2004 年下半年，联邦基金目标利率被上调五次，但是在有些年份，联邦基金目标利率没有任何改变。图 10—1 比较了联邦基金目标利率和 10 年期国债的收益率。可以看到在过去的 20 年中，10 年期国债的收益率波动要明显高于联邦基金目标利率。

公开市场操作的执行大多是出于技术或抵消原因。银行体系内货币的每日增加或减少并不意味着政策的变化。在任何时刻，都会有银行持有超额准备金，而有些银行则准备金不足。银行会依照联邦基金利率向其他银行隔夜出售或购买准备金。当联邦基金利率远高于联邦基金目标利率，则意味着在银行系统内没有足够的准备金。当联邦基金利率远低于目标利率，则预示着银行体系内存在过多的准备金。而美联储则可能并不由于各种季节性因素而增加或减少准备金要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从 20 世纪 90 年代起，通过每日公开市场操作来留意货币政策变化的最简单途径（除了通过美联储公告）就是监测联邦基金利率。

1989—1993 年间，联邦基金利率的下降显示出那一时期货币政策的放松。而 1994 年联邦基金利率的上升则表现出那一年货币政策的收紧。另外一个宽松时期是在 2001—2003 年的经济衰退以及随后的复苏时期，表现出了对通货紧缩的担忧（见图 10—1）。

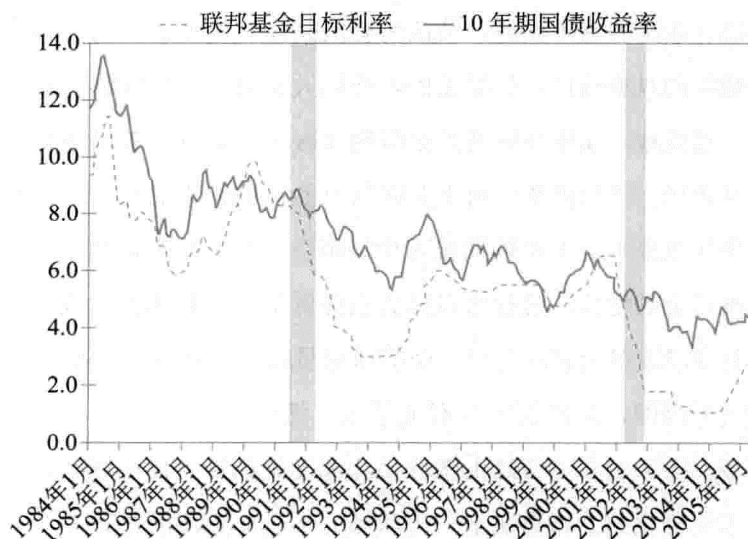


图 10—1 联邦基金目标利率与 10 年期国债收益率

说明：衡量美联储政策的联邦基金目标利率的波动小于市场收益率。

资料来源：联邦储备委员会和哈弗分析。

美联储通常在上午进行公开市场操作。短期回购协议（通常在 14 天以内）在美国东部时间上午 9 点半左右交易。每周一次的长期回购协议（14 天）在每周四的上午 8 点 20 分左右进行。公开市场操作可以在一天中的任何时间进行，金融市场参与者非常灵活。如果你想更多地了解公开市场操作的过程，这些信息可以在纽约联储网站的“市场/公开市场操作/年度报告”链接下的纽约联储年度报告中获得。

了解银行准备金

为了更好地理解公开市场操作的过程，我们需要回过头来谈谈准备金的供给和需求。美国联邦储备系统出版了一些小册子专门探讨这一话题。其中有两本阅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读起来相对容易一些：由芝加哥联储出版的《现代货币理论》，以及由纽约联储出版的《公开市场操作》。这一部分将简要概括其中的要点，但不涉及细节——你可以通过阅读这些出版物来获得更为详细的信息。

美国的银行系统在部分准备金制度下运行，银行必须要对其交易账户持有准备金。银行必须按两周平均存款余额来计提它们的法定准备金。鉴于对法定准备金进行精确的计算存在一定困难，大多数的银行持有超额准备金。因此需求方的公式为：

法定准备金 ＋ 超额准备金 ＝ 准备金总额

准备金的供给同样可以这样表述。银行或者自己持有足够的准备金来满足要求，或者从美联储的贴现窗口借入准备金来满足要求。顺便说一下，非借入准备金是指并非从美联储借入的准备金，但它包括银行 A 在联邦基金市场上（因此以联邦基金利率）从银行 B 隔夜“借入”的准备金。因此从供给角度，

借入准备金 ＋ 非借入准备金 ＝ 准备金总额

准备金影响因素是非常多变的，这使得非借入准备金部分成为系统不平衡的主要来源。准备金影响因素在美联储每周四下午公布的周度 H4—1 表格中列出。有些因素每周的变化并不大。最大的波动来自于应收未收款项、在美联储的国债余额，以及流通中的货币。在一定程度上，这些因素是可以进行周度预测的。顺便说一句，尽管支票清算过程从 2004 年 10 月起发生了变化——据此支票的清算应更为迅速，但到目前为止应收未收款项目仍然保持了很高的波动性。表 10—2 是 H4—1 表格的一个缩略版本。

表格的上半部分显示所有**提供**准备金的因素，表格的下半部分列出了所有**消耗**准备金的因素。流通中的货币被列为消耗准备金的因素。它是由公众持有的硬币和纸币的总和；当它被银行持有的时候就变成了库存现金，可以被用来满足银行的准备金需求。公众持有货币的变化遵循一个有规律的月内模式。节假日期间会有更大的现金需求。公众希望持有的货币越多，银行在它们金库里持有的现金越少——这减少了银行准备金。在这种情况下，美联储会希望运用回购协议来进行公开市场操作以**增加**准备金。当假期结束，现金回流至银行。纽约联储的公开市场操作桌将会做相匹配的债券出售以消耗超额准备金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10—2 H4—1 的部分信息：存款机构准备金余额的影响因素（百万美元）

储备银行信贷、相关项目以及存款机构在联邦储备银行的准备金余额	每日平均数			2005 年 5 月 4 日，星期三
	截至 2005 年 5 月 4 日的一周	以下日期截止周的变化		
		2005 年 4 月 27 日	2005 年 5 月 4 日	
储备银行信贷	786 449	−263	+44 322	782 861
持有证券	719 356	+1 415	+41 618	719 372
美国财政部[a]	719 356	+1 415	+41 618	719 372
短期国债[b]	263 005	0	+12 904	263 005
中长期国债，名义值[b]	434 785	+1 385	+23 397	434 785
中长期国债，通货膨胀指数化[b]	19 108	0	+4 644	19 108
通货膨胀补偿[c]	2 457	+29	+672	2 473
联邦机构[b]	0	0	+0	0
回购协议[d]	26 143	−1 178	+1 679	21 500
对存款机构的贷款	111	+9	+23	124
一级信贷	5	−2	−1	3
二级信贷	0	0	0	0
季节性信贷	107	+11	+25	121
应收未收款项	−1 117	−801	−371	−112
其他联邦储备资产	41 957	+295	+1 375	41 978
黄金库存	11 041	0	−4	11 041
特别提款权证券账户	2 200	0	0	2 200
财政部待支付货币[e]	36 672	+14	+830	36 672
提供准备金的所有因素	836 362	−249	+45 148	832 774
流通中的货币[e]	753 795	+1 062	+35 290	755 472
逆回购协议[f]	26 355	+861	+4 878	26 060
外国政府和国际账户	26 355	+861	+4 878	26 060
交易商	0	0	0	0
财政部持有的现金	257	−3	−62	254
在联邦储备银行的存款，除准备金余额外	14 326	−80	−2 723	14 082
美国财政部，总账户	4 863	−723	−1 162	4 618
外国政府	101	+6	−29	79
相关服务	9 028	+603	−1 534	9 028
所需结算余额	9 028	+603	−1 534	9 028

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

储备银行信贷、相关项目以及存款机构在联邦储备银行的准备金余额	每日平均数			2005 年 5 月 4 日，星期三
	截至 2005 年 5 月 4 日的一周	以下日期截止周的变化		
		2005 年 4 月 27 日	2005 年 5 月 4 日	
应收未收款项补偿调整	0	0	0	0
其他	335	+35	+3	357
其他负债和资本	28 799	−69	+7 877	28 643
消耗准备金的所有因素，除准备金余额外	823 533	+1 772	+45 261	824 510
联邦储备银行准备金余额	12 829	−2 020	−113	8 264
备忘录（资产负债表外项目）：				
外国政府和国际账户持有证券[b,g]	1 398 940	+8 123	+204 582	1 400 271
美国财政部	1 077 108	+849	+112 373	1 075 587
联邦机构	321 833	+7 275	+92 210	324 684
借给交易商的证券	3 492	+1 897	−221	2 096

说明：由于四舍五入，各部分之和与总数有可能不相等。
a：包括借给交易商的证券，这些证券全部由其他美国国债做抵押；
b：证券票面价值；
c：对通货膨胀指数化证券的原始票面价值所做的通货膨胀调整补偿；
d：协议的现金价值，由美国国债和联邦机构证券做抵押；
e：估计值；
f：协议的现金价值，由美国国债做抵押；
g：包括以面值计算的美国财政部本息分离债券（STRIPS）和其他零息债券。
资料来源：联邦储备银行和美国财政部（2005 年 5 月 5 日）。

除存款机构外，外国央行、国际金融机构和美国财政部都在美联储持有准备金账户。要注意，这些在 H4—1 表格中被列为消耗准备金的因素。美国财政部是最为重要的非银行储户，它的一部分经营性结余存在美联储的账户中。其余的资金则存在美国各地银行的财政部税收与贷款（TT&L）账户中。每当财政部通过美联储来拨付资金，美联储要确保银行 TT&L 账户中的余额资金可用。这将会减少银行系统中的准备金。同样，公开市场操作桌会通过回购协议来增加准备金。

我们要讨论的最后一个准备金影响因素是应收未收款项。应收未收款项是向尚未收到款项的支票提供的准备金信用。换言之，它是收款银行收到支票款项和付款银行支出支票款项之间的时间差。要注意，应收未收款项被列为提供准备金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的因素。支票处理的延迟，可能是由于恶劣的天气导致运送支票的飞机停飞，使得支票收款银行和付款银行都可以将这部分资金计入准备金。而因为两个银行都将其计入准备金，应收未收款项的增加会暂时性地增加银行系统内的准备金供给。美联储意识到这一技术性问题，可能会希望通过逆回购以及出售国债来消耗准备金。

2004 年 10 月 28 日，一个被称为《21 世纪支票清算法案》(《21 世纪支票法》)的联邦法使得银行能够更为简便地电子化转移支票图像，而不是转移有形的纸质支票。由于支付的处理比以前更为迅速，资金会更快地从消费者的支票账户中扣除。在新环境下，应收未收款项的数量应该会有所减少。或许随着时间的推移，每周应收未收款项的变化会越来越小。但是，从该法案生效起到 2005 年 4 月，应收未收款项的波动并未出现任何明显的减小。

对美联储进行简要介绍是为了帮助你对货币政策制定过程有一个大致的了解。纽约联储的公开市场操作桌显然会深入分析每一个因素，从而能够提前对其月内变化或季节性变化进行预测。这也是原先的美联储观察家在美联储披露其政策决定之前所要履行的职责之一。通过监测准备金影响因素，可以分析出联邦基金利率的变化是源自正常的技术（季节性）因素，还是源自与经济活动变化相联系的对银行准备金需求的变化。对商品和服务需求的增加会给联邦基金利率带来上行压力，而消费者和企业需求的降低会给联邦基金利率带来下行压力。

美联储的经济指标

货币总量

在 20 世纪 80 年代早期，美联储几次改变货币总量的定义。指标的构建是为了使美联储能更好地监测和实施与经济活动相关的货币政策。对货币的定义按照流动性排序。消费者持有货币通常是为了进行日常交易、预防突发事件，以及投机和投资。美联储定义的货币衡量指标与这些货币需求相对应。

M1 是最具流动性的货币形式。它包括：财政部以外的货币、联邦储备银行和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存款机构金库里的货币；非银行机构发行的旅行支票；除存款机构、美国政府、外国银行和政府机构以外的储户在所有商业银行的活期存款减去应收现金项目和美联储应收未收款项；存款机构的其他支票存款（包括可转让定期存单和自动转账服务账户）、信用社股金汇票账户和储蓄机构的活期存款。对 M1 的需求会随着利率水平的变动而变动。当利率水平较低，更多的资金会留在交易账户，因为失去利息收入的机会成本较低。相反地，当利率水平较高，机会成本会增加，消费者会将他们的钱向计息账户转移。但投资银行向其客户提供的流动账户（sweep account）极大地扭曲了 M1 的实用性。图 10—2 显示了 M1 增长和名义 GDP 增长之间的关系。

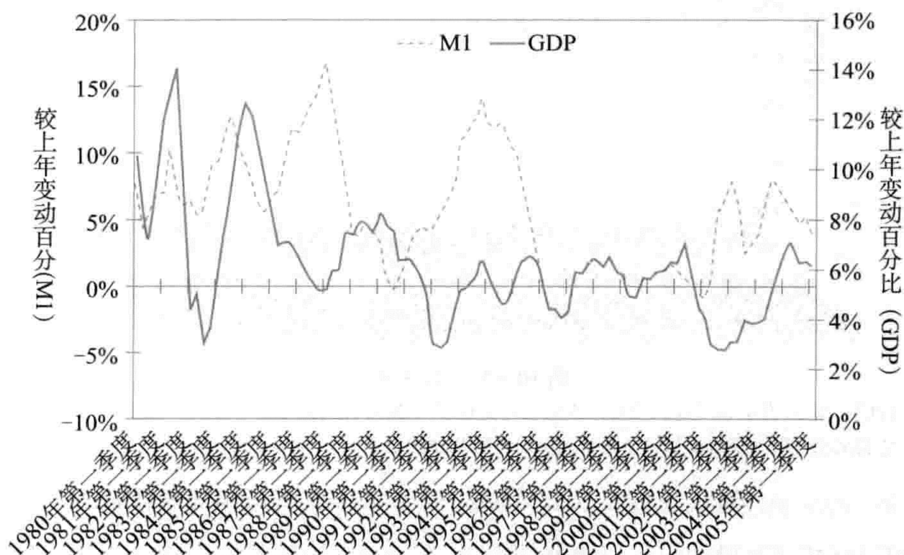


图 10—2 M1 与 GDP

说明：M1 和名义 GDP 的年度增长往往同一方向变动，尽管变动幅度不同。但这种关系在 20 世纪 80 年代中期以后就完全不存在了。

资料来源：联邦储备委员会、经济分析局和哈弗分析。

M2 包括 M1 加上由所有存款机构发行的隔夜回购协议以及由美国银行的外国支行向美国居民发行的隔夜欧洲美元、货币市场存款账户、储蓄存款和小额定期存单，以及应税和免税的通用的以及券商的货币市场共同基金余额，不包括在存款机构和货币市场基金的个人退休账户和基奥（Keogh）余额，也不包括由美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业银行、货币市场基金、外国政府和商业银行，以及美国政府持有的所有余额。消费者能够像使用交易账户那样运用货币市场共同基金，使得 M2 具有更高的流动性。这一货币总量被认为是经济活动的先行指标，并且（在经过通货膨胀调整后）被包括在经济咨商局先行指标指数中。图 10—3 显示了 M2 增长与名义 GDP 增长的关系。

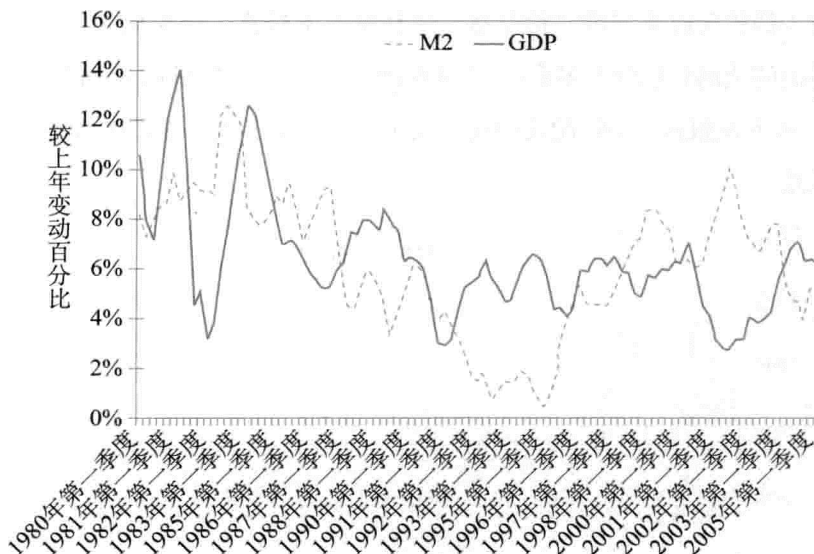


图 10—3 M2 与 GDP

说明：从 20 世纪 80 年代中期起，M2 和名义 GDP 的增长方向相反。

资料来源：联邦储备委员会、经济分析局和哈弗分析。

M3 的流动性要大大低于 M1 和 M2。它包括 M2 加上由存款机构发行的大额定期存单和定期回购协议、由美国居民在美国银行的外国支行以及在英国和加拿大的所有银行办事处持有的定期欧洲美元，及不免税和免税的机构货币市场共同基金余额。它不包括由存款机构、美国政府、货币市场基金以及外国银行和官方机构所持有的数量。还要减去的是由机构货币市场共同基金持有的隔夜回购协议和欧洲美元的估计数量。这一货币总量作为消费者和企业需求的经济指标，意义并不大。图 10—4 显示了 M3 和 GDP 之间的关系。当这本书将要出版的时候，美联储宣布它将从 2006 年 3 月 23 日起停止发布 M3 数据。

基础货币等于银行准备金总额加上由非银行公众持有的通货。圣路易斯联邦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

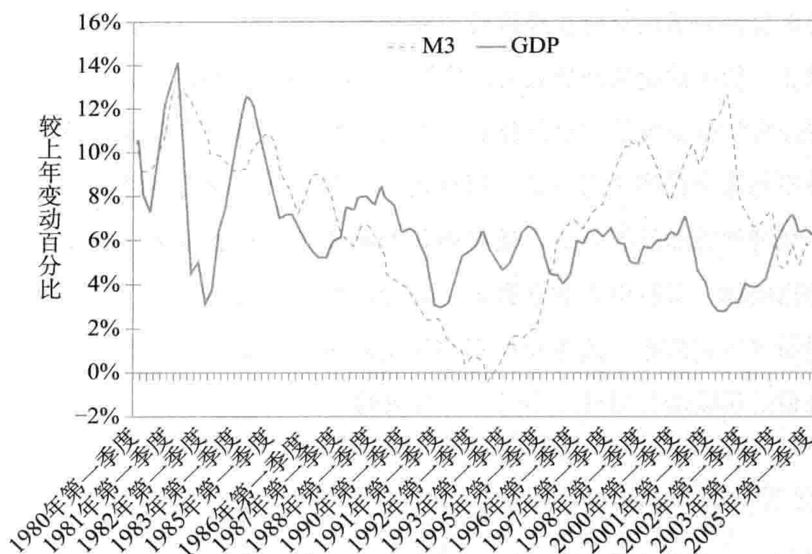


图 10—4 M3 与 GDP

说明：M3 和名义 GDP 之间不存在显著关系

资料来源：联邦储备委员会、经济分析局和哈弗分析。

储备银行从 1968 年起发布基础货币数据，而联邦储备委员会从 1979 年起开始发布他们自己版本的基础货币。这两个版本的数据略有不同。那些密切关注货币总量的经济学家们似乎更偏好圣路易斯联储银行版本的基础货币数据。

这些货币总量指标（M1、M2 和 M3）每周发布，存在一周半的滞后。周度数据在每周四下午的东部时间 4 点半发布，包括经季节性调整的数据以及未经季节性调整的数据。这些货币总量的构成部分的数据也会每周发布。例如，流通中的货币、活期存款和储蓄存款的实际水平可以在美联储发布的 H. 6 表格中找到。影响准备金余额的因素（如美联储购买的政府债券）在截至周三的当前一周的数据会在美联储的 H4—1 表格中发布。

货币总量为什么重要？引用一个老套的说法，“有钱能使鬼推磨！”如果消费者在他们的活期存款账户（即支票账户）里有更多的钱，他们就能支出更多来刺激经济活动。如果银行从它们的客户手中得到更多的存款，它们就能够向那些计划购买设备或扩充设施的企业发放更多的贷款。这也会使国内生产总值上升。总而言之，货币总量的增加预示着美国工业生产、收入、就业和名义 GDP 的增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，货币总量的增加只会在经济没有满负荷运转时刺激经济活动。一旦经济达到充分就业，货币供给的增加只会使价格上升，导致通货膨胀加剧。

一些经济学家主要使用金融指标，尤其是货币总量，来预测经济活动。坦白说，我并不是那个群体中的一员，而且我认为在本书中讨论的经济指标要想能够帮助破译经济状况和发展趋势，还有很长的路要走。在我看来，货币总量作为经济状况的指向标，其吸引力非常有限。监管的变化伴随着金融市场创新的不断涌现，使得原先旧有的相互关系变得不再稳定和可靠。联邦公开市场委员会发现设定货币总量的年度增长目标并不是一个有效的方法。

褐皮书

在联邦公开市场委员会会议召开前两周，美联储会在美国东部时间下午 2 点发布褐皮书。褐皮书汇编了来自 12 个地区联储银行的信息，而每一次都由不同的银行来承担信息的编制工作。有些银行被认为是鹰派或鸽派——因此市场参与者会对由哪一个地区联储银行来编制数据而感到紧张不安。坦白说，如果一个地区银行行长可能会被认为是鹰派或鸽派，他或她将不负责整理总结工作。由同为工作人员的经济学家来做这个工作，而且他们并没有一个“议程”，至少作为一项规则是这样的。报告最开始会对整体情况进行总结，也会按照不同的联邦储备区进行总结。此外，褐皮书还会按照不同领域（零售、房地产、商业和工业贷款、劳动力市场状况）更为详细地讨论经济活动。

市场反应

在 20 世纪 90 年代早期，市场参与者并不大关注褐皮书。这种状况在 90 年代末和 21 世纪初发生了变化。褐皮书中的信息是传闻性质的，但因其在其他经济指标之前发布，故而具有领先性。

联邦公开市场委员会声明

据前美联储理事劳伦斯·迈耶说，美联储主席（协同货币事务部主任和公共事务部主任）在联邦公开市场委员会会议前撰写联邦公开市场委员会声明。[16] 在会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议之后，联邦公开市场委员会成员有机会来考虑对其进行修改。但声明大多还是保留格林斯潘的原话。（这种情况可能会在新的美联储主席上任后有所改变。）不同会议的声明有可能保持不变。因此，美联储观察家和市场参与者仔细剖析每一个单词和音节。从 21 世纪开始，常用语中加入了“在一个相当长的时期内”以及“循序渐进地”。任何措辞的变化都会被认为是潜在的美联储思想的转变。

市场反应

因为在过去几年中，美联储以一种更加透明的方式来表明他们改变联邦基金目标利率的意图，所以市场参与者已经开始专注于联邦公开市场委员会的会后声明以及他们针对联邦基金目标利率的行动（或不作为）。现在即便美联储还没有改变联邦基金目标利率，其声明也能够导致市场的剧烈波动，因为市场参与者已经相当熟悉那些可能意味着美联储意图改变的不同的短语或单词。

而美联储坚持使用相同的有限的措辞的倾向使一些美联储观察家认为美联储的语言已经不像之前那么有深意了。PIMCO 的美联储观察家保罗·麦卡利说：“现在，声明已经被曲解得不再具有特别的启发性了。”[17]

美联储的错误改变了会后声明的基调

在 2005 年 5 月 3 日，当美联储在美国东部时间下午 2 点 15 分左右发布其联邦公开市场委员会会后声明时，在不经意间落下了一个句子。没有人会知道美联储犯了一个错误，但美联储承认了这个错误并在美国东部时间下午 4 点发布了对错误的更正。联邦公开市场委员会重新加入了一个在之前四次联邦公开市场委员会会后声明中都出现了的句子：“长期通货膨胀预期仍受到良好控制。”[18]

市场参与者可能会为错误感到恼火，但是他们会将这一更正视为是对其有利的。市场对此的解释是，没有了那一句话的声明比有了那一句话的声明鹰派色彩更浓。在下午晚些时候美联储发布的更正声明是这么说的：

> 联邦公开市场委员会在今天决定将联邦基金利率目标上调 25 个基点至 3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委员会相信，即使在这一行动之后，货币政策立场仍然保持宽松，伴随着强劲的潜在生产率增长，将会为经济活动提供持续的支持。最近的数据显示，消费支出增长的坚实步伐有所放缓，部分原因是早前能源价格的上涨。但劳动力市场环境显然在继续逐步改善。通货膨胀压力在最近几个月有所抬头，定价能力表现得更为明显。长期通货膨胀预期仍受到良好控制。

委员会注意到，通过采取适当的货币政策行动，同时实现可持续增长和价格稳定目标的上行风险和下行风险应保持大致相等。由于潜在通货膨胀将得到控制，委员会认为可以循序渐进地退出货币宽松政策。尽管如此，委员会将会在需要的时候对经济前景的变化做出回应，以履行其维护价格稳定的职责。

对此次联邦公开市场委员会货币政策行动投赞成票的委员包括：主席艾伦·格林斯潘、副主席蒂莫西·F·盖特纳、苏珊·S·比斯、小罗杰·W·弗格森、理查德·W·费希尔、爱德华·M·格拉姆利克、唐纳德·科恩、迈克尔·H·莫斯科、马克·W·奥尔森、安东尼·M·圣梅罗，以及加里·H·斯特恩。

在一个相关的行动中，联邦储备委员会一致通过了将贴现率上调25个基点至4%。在这一行动中，委员会批准了由波士顿、纽约、费城、克利夫兰、里士满、亚特兰大、芝加哥、圣路易斯、明尼阿波利斯、堪萨斯城、达拉斯和旧金山地区联储银行的委员会提交的请求。[19]

联邦公开市场委员会会议纪要

从历史上看，美联储发布联邦公开市场委员会会议纪要会有六周的滞后。每次联邦公开市场委员会会议后的两天，美联储会发布前一次会议的纪要。从1994年美联储开始在每次会议之后宣布其政策变化起，监测在六周前召开的会议的纪要并没有多大意义。2004年12月，美联储宣布会议纪要发布的时间滞后期将缩短为三周——没错，只有三周！会议纪要中包含的信息要比会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议声明多，而且往往是市场参与者没见过的信息。第一次滞后三周发布的会议纪要在 2005 年 1 月 5 日公布，它所涵盖的是 2004 年 12 月的会议。它被认为会令人更加困惑，而不是有所帮助。《彭博》专栏作家卡罗琳·鲍姆指出："不是每个人都能在截止日期前把东西写好。美联储最近做出的值得称道的增加透明度的努力——在政策会议结束后三周而不是六周发布会议纪要——似乎为了追求速度而牺牲了清晰度。"[20]

但是当 3 月份的会议纪要在 4 月发布的时候，市场参与者和经济学家们似乎在术语方面并没有什么问题，而且对会议纪要的解释说明也较少。也就是说，更多的经济学家和市场参与者对于会议纪要的含义持相同观点而非异议。到 2005 年，市场参与者更加密切关注联邦公开市场委员会的会议纪要。

在"透明"时代理解美联储术语

当经济扩张过快，通胀压力蔓延，美联储会通过提高联邦基金利率来收紧货币政策。美联储在 1999 年和 2000 年收紧货币政策。相反地，当经济陷入衰退，失业率上升，美联储会通过降低联邦基金目标利率来放松货币政策。美联储在 2001—2004 年放松货币政策。美联储除了放松或收紧货币政策之外还能做些其他的事情吗？答案是肯定的。从 2004 年 6 月 30 日至本书写作的 2005 年年中，美联储采取的政策被称为"退出货币宽松"。这对于政策制定者而言并不是新事物，对于经济学家和金融市场参与者也不是。但它是美联储使用的一个相对较新的术语，而美联储在向美国公众描述当前货币政策方面变得越来越透明了——或者至少它试图变得越来越透明。下面我将讨论放松、收紧和退出货币宽松之间的区别是由什么决定的。

美联储在经济复苏的早期阶段继续放松信贷条件这一现象并不罕见。但最终，美联储官员会因担心坚实的经济增长将导致通胀压力而停止这一行为。经济增长在相对温和的 2001 年经济衰退之后确实有所恢复，但 GDP 增长在 2002 年相对温和，直到 2003 年才开始大幅上涨。与此同时，就业在 2002 年经济复苏早期依旧保持下降，并在 2003 年的大多数时间里增长乏力。此外，美联储官员注意到在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2003 年用核心 CPI 衡量的通货膨胀率从 2%下降至 1%，并担心通货紧缩压力将会阻碍经济增长。为了避免出现日本所面临的问题，他们通过将联邦基金利率降至 1%——并将其保持 12 个月（2003 年 6 月—2004 年 6 月）——来对抗美国的通货紧缩压力。到 2004 年 6 月，联邦公开市场委员会成员开始认识到通货紧缩担忧被夸大了——或者至少这已经不再是问题，因为核心通货膨胀率再次上升至接近 2%。事实上，从那之后美国经济开始处于稳健增长阶段——甚至就业增长也得到改善。

毫无疑问的是，联邦基金利率维持在 1%左右，这一时期的政策是高度宽松的。市场利率保持在较低水平——这导致了 40 年以来最低的抵押贷款利率。消费者和企业很愿意在这样的利率水平上借钱，因此借贷活动激增。在 2003 年和 2004 年，核心通货膨胀率保持在 1%～2%之间。因此，经过通胀调整后，1%的名义联邦基金利率意味着实际联邦基金利率（名义利率减通货膨胀率）事实上是负值。

一位前美联储主席曾打趣说，“美联储的工作就是在聚会刚刚开始时把酒杯都拿走。”2004 年，美联储官员知道削减宽松政策的时机已经到来，因为美国经济增长稳健，已经到了该防止通货膨胀压力产生的时候了。因此在 2004 年 6 月 30 日，他们在 12 个月以来首次将联邦基金目标利率上调了 25 个基点。

尽管美联储最终上调了联邦基金利率，但没有人可以说他们收紧了政策，因为货币政策仍然高度宽松，即使联邦基金利率达到 1.25%。在 2004 年，联邦基金利率五次上调，每次上调 25 个基点。到这一年年底，联邦基金利率达到 2.25%。尽管如此，没有人能够声称美联储收紧了货币政策，因为通货膨胀率保持在 2.2%左右，与联邦基金利率相同。只要**实际**（经过通货膨胀调整的）联邦基金利率为负或为零，货币政策就会被认为是宽松的。

在 2004 年以及 2005 年，每当联邦公开市场委员会宣布加息，他们都会宣称正在“退出货币宽松政策”。只要**实际**联邦基金目标利率不为正，加息就不会被认为是紧缩政策。此外，需要理解的很重要的一点是，美联储并不是希望处于**收紧**信贷条件这一状态。相反地，他们希望实现一种**中性**政策，即政策既不过于宽松，也不过于紧缩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 20 世纪早期，瑞典经济学家克努特·维克塞尔发展了中性利率这一概念。当前，我们将中性利率定义为与稳定的通货膨胀和增长水平大致符合其潜力的经济相一致的短期实际利率水平。当实际利率水平（这里指的是联邦基金利率）低于中性水平，货币政策是宽松的；当实际利率水平高于中性水平，货币政策被认为是从紧的。

像充分就业概念一样，中性利率也很难衡量，并且在经济学界引起巨大争议。美联储副主席罗杰·弗格森认为，中性利率是很难确定的，而且它很容易会暂时性偏离其长期均衡水平。美联储主席艾伦·格林斯潘在其 2004 年和 2005 年的国会证词中以他特有的方式说道，“直到现在，我们仍然不知道中性是什么。”

弗格森的观点是正确的。研究显示中性利率并不是恒定不变的。旧金山联邦储备银行的经济学家们发现，实际中性利率忽高忽低，在 20 世纪 90 年代早期低至 1%，而在 60 年代末则高达 5%。在 2002 年，经济合作与发展组织（OECD）估算出美国的中性利率为 3%。随后在 2004 年底，考虑到当时的经济状况，他们将估计值下调至 2%。[21]

即使我们能够达成共识，实际中性利率是 2%（要牢记它可能会上升至 3%或下降至 1%），我们仍然需要获得名义中性利率。这可以通过使用一个粗略的经验法则来实现：名义中性利率等于实际中性利率**加**通货膨胀率。这里就是问题所在了。经济学家和政策制定者必须就合适的通货膨胀指标达成一致。回到第 7 章，你可能还记得所有可能的通货膨胀指标！为了尽量简化有关通货膨胀的争论，我们认为扣除食品和能源价格的 CPI（或称核心 CPI）是最为适当的通货膨胀率。

在 2005 年 5 月，以核心 CPI 衡量的通货膨胀率为 2.2%。与此同时，联邦基金目标利率为 3%。从名义联邦基金利率中减去通货膨胀率就得到实际联邦基金目标利率 0.8%。不需要数学天分就可以看出 0.8%远低于 2%。如果我们正在跟踪一个 2%的实际中性利率，那我们还差得很远。于是我们可以得出结论：2005 年年中的货币政策仍保持宽松。因此，美联储在 2005 年就像他们在 2004 年一样，继续“退出货币宽松政策”。一旦美联储的名义联邦基金利率等于当前经济的通货膨胀率加 2%（实际中性利率），他们就**大致**达到了其努力实现的名义中性利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2%的通货膨胀率将大致产生4%的中性联邦基金利率；3%的通货膨胀率则要求有5%的联邦基金目标利率，并依此类推。

其他美联储指标

资金流动

本书第3章涵盖了消费者分期付款信贷，第9章涵盖了工业生产指数，这两个主要经济指标都由联邦储备委员会编制和发布。事实上，美联储编制的数据数量是惊人的。美联储的网站（www.federalreserve.gov）包含了任何你想知道的与美联储、银行、监管问题、社区发展、支付系统、消费者信息以及经济研究和数据等相关的信息。经济研究和数据大类对于那些对货币政策和市场感兴趣的人尤其有用。本书的重点是那些能够帮助你确定经济形势以及潜在货币政策方向的经济指标。市场参与者会更密切地关注某些指标，而这些指标就成为了"市场运行指标"。有些经济指标很新，并且还没有大量的跟踪者，但它们有可能随着时间的推移变得越来越重要。

美联储发布一个称为资金流动报告的季度报告，其中所包含的信息非常丰富。有些经济学家在其整个职业生涯中都在解释和分析这一报告。必须承认，这个报告是非常复杂的，也不是我近些年所密切关注的，因为它不是一个市场运行指标。尽管如此，在每一份季度报告的100多页之中，都有经常被分析师所援引的有用信息。

例如，你可以通过阅读汇总表格来分析不同部门的债务增长（D—1）、不同部门的借款（D—2）、不同部门的未偿还债务（D—3），以及信贷市场的净借贷总额（F—1）。而这仅仅是个开始。

通常，经济学家会认为来自于国民收入和生产账户（NIPA）的个人储蓄率并不准确，资金流动报告的数据更为精确。事实上，来自资金流动报告的个人储蓄率源于NIPA数据，但是它对储蓄的定义略有不同，因为它将耐用消费品支出视为储蓄的一种形式。表F—10给出了个人储蓄指标的推导。如果有人对更详细的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或更准确的定义感兴趣，我会推荐这一资料来源。

经济学家通常会引用家庭资产和负债以及净值的信息。这些数据也来自于资金流动报告。表 B—100 提供了家庭和非营利组织资产负债表。你可以看到家庭资产和负债是如何分类的。资金是否主要投资于股票或债券？家庭拥有多少房地产？

这一季度报告提供了资金流量和未偿还贷款数据，在每个季度结束后约十周发布。例如，2004 年第四季度的数据在 2005 年 3 月 10 日发布。数据的修订频繁，并且能追溯到若干年前。市场参与者往往不监测这些数据，但很多分析师会从这个报告中援引数据。你听到过多少次针对股市崩盘导致消费者财富损失或房价升值带来财富飙升的评论？房地产和金融资产在本报告中有所描述。作为一名经济观察者，从这一章中你能学到什么？联邦储备系统是一个遵循悠久传统的机构。美联储理事的性格——尤其是主席的性格——将决定哪些经济和金融指标更为重要。美联储的政策制定过程很难被称作是透明的，但它正变得越来越公开。在当前时期，聆听美联储理事和地区储备银行行长的发言能够比监测每日公开市场操作获得更多的与其计划和思维过程相关的信息，并最终更深入地了解美联储政策。

本章要点

- 美联储系统有若干职能，但对于金融市场参与者而言，其最重要的作用就是制定实施货币政策以及保持银行流动性。
- 在美联储理事和地区联储银行行长持续监控经济和金融状况的同时，货币政策在实施过程中。
- 美联储观察已经经过了多年的发展，监督者现在监测经济形势并密切关注每一位美联储官员的话语。
- 美联储在每次联邦公开市场委员会会议结束的时候宣布货币政策的变化。这使得会后声明变得非常重要。
- 与之前存在很长的滞后、在下一次会议之前才可获得上一次会议的纪要相比，现在联邦公开市场委员会会议纪要的发布时滞变短了。因此，对市场参与者而言，它们变得更为有用了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 货币总量指标被一小部分经济学家跟踪，但在短期内，它并不是一个可靠的经济状况指标。
- 联邦储备委员会的网站上有大量的有用信息。
- 金融市场参与者通常不监测资金流动报告，但该报告提供了大量的关键数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章

财政部

到 2004 年 12 月 31 日，美国的未偿还公共债务达到 7.6 万亿美元。[1]可流通转让的债务工具，主要是国债，总额达到 3.9 万亿美元。非流通债务，其中一半是储蓄债券，总额达到近 5 亿美元。公共债务代表的是美国政府因过去借款所欠的所有的钱。当政府的支出超过收入，或需要为即将到期的未偿还债务进行再融资，就会发行新债。联邦政府会定期发行短期、中期和长期债券，国内外的个人和机构会定期购买。当政府偿还所欠美国公民和居民的利息时，我们可以说我们欠自己的钱，钱只是简单地从右边的口袋转移到了左边的口袋。当利息是支付给外国人时，资金从美国流出，流入其他国家的金库，这降低了我们的生活水平。而高政府债务和高利率水平会鼓励更多的外国人时来持有我们的证券。

其工作原理是什么——以及国债市场的基础知识和它与金融系统的相关性——将在下面的章节进行介绍。

美国国债

短期国债（国库券）的期限有 4 周、13 周和 26 周。财政部每周对这些国库券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行拍卖。期限 4 周的国库券的发售在周一公布，周二拍卖，周四交割。期限为 13 周和 26 周（也被称为 3 个月期和 6 个月期）的国库券的发售在周四宣布，在下周一拍卖，并在随后的周四发行。所有国债（包括国库券）的发售面值都是 1 000 美元。（在历史上，买家需要支付 10 000 美元来购买短期国库券，而中期国债的发售面值为 5 000 美元，长期国债面值为 1 000 美元。）根据借款需求，财政部还会偶尔发行现金管理国库券，其公布和发行之间的时滞很短。在 2001 年 8 月财政部决定发行期限 4 周的国库券之前，现金管理国库券的发行更为频繁。4 周国库券的发行是为了使财政部的融资计划更为平稳顺畅。每周国库券拍卖的日程是有规律的和可预测的。

中期国债（期限为 2～10 年不等）的拍卖日程的可预测性稍差，但仍然是相当有规律的。财政部往往只是每季度发布一次公告和拍卖的最终日程。请记住，国债拍卖计划主要取决于财政部的借款需求。如果财政部的每周借款需求减小，它往往会减少每周拍卖的规模。但是，拍卖还是会如期进行。

你知道吗?

国会经常会在债务水平达到上限的时候被要求提高债务上限，因为财政部无法再合法地借更多的钱了。在大多数情况下，提高上限没什么问题。但有些时候，国会认为需要玩弄一下政治手段。2005 年初就是一次使用政治手段的例子，国会领导人试图对最终没有通过的利率上限法案附加其他条件。几个已经安排好的拍卖因此被推迟了几天。相类似地，在 2004 年 11 月，4 周国库券的拍卖由于债务上限的限制被推迟。

从债务上限的历史来看，它通常需要每年调整一次，但在 1998—2001 财政年度美国财政部报告预算盈余时，它显然不是一个问题。[2]

当财政部的借款需求发生大幅度变化——比如年均预算赤字增加一倍，那么财政部就需要重新考虑他们的借款计划。在过去的 30 年中，财政部对其借款计划做了很多次的修改，增加和删除各种证券。例如，20 年期国债最后一次拍卖是在 1986 年 1 月 8 日，而 30 年期国债的最后一次拍卖是在 2001 年 8 月 9 日。1998—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 财政年度（10 月到来年 9 月），美国财政部实现年度盈余而不是赤字。财政部借款需求下降，甚至决定回购旧的 30 年期国债。回购公告在 2000 年出现 20 次，在 2001 年出现 22 次，但在 2002 年仅出现 3 次。从那时起，不断膨胀的预算赤字又再次回归，因此财政部的借款需求再次发生改变。尽管财政部的借款增加了，但在 2005 年财政部并没有发行 30 年期国债。主要市场参与者不时建议财政部重新发行 30 年期国债，因为这类长期债券受到普遍的欢迎。在 2005 年 5 月 4 日的季度再融资公告中，财政部表示他们正重新考虑在 2006 年每半年拍卖一次 30 年期国债。2005 年 8 月 3 日，财政部宣布恢复发售 30 年期国债，四年多以来的首次拍卖在 2006 年 2 月进行。他们初步计划每年进行两次 30 年期国债的拍卖。

你知道吗?

政府融资机构，如美国财政部，会在利率水平偏低的时候倾向于发行长期债券。荷兰、西班牙、波兰和希腊曾在 2005 年发行 30 年期国债。法国和意大利发行 50 年期国债。它们锁定低利率的动机非常强烈。但是通货膨胀的存在可能会使投资者无法从这些长期债券中获益。在 20 世纪 70 年代和 80 年代，美国投资者发现通货膨胀侵蚀了他们的投资价值。[3]

财政部借款需求的变化会导致不同期限国债的数量、频率和规模的变化。例如，当联邦预算赤字很大时，5 年期国债的拍卖可能每月进行，而当赤字规模较小时，拍卖可能仅每季度进行。不同期限的国债间的变化不是例外，而是一种常态。财政部在 2001 年初停止了期限为 52 周的国库券的发行，但从 2003 年 5 月开始发行 3 年期国债。财政部的证券发行并不是草率决定的，因为债券市场协会的国债借款顾问委员会，以及在美国主要金融机构工作的个人会定期对财政部的国债拍卖计划提出建议。

截至 2005 年，美国财政部每月拍卖 2 年期和 5 年期国债。2 年期国债在每个月的第四个星期一公布，并在随后的周三拍卖。交割发生在当月的最后一天，如果最后一天是周末，那么就在随后的星期一交割。5 年期国债的交割则发生在当月的 15 日，拍卖通常在每月的第二个星期三进行，而拍卖信息的公布则是在那一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周的周一。每个季度财政部还会发布“再融资”声明，其中包括 3 年期和 10 年期国债的拍卖公告。在这种情况下，5 年期国债的公告也会在同一天发布。

再融资计划通常在 2 月、5 月、8 月和 11 月的第一周公布。3 年期、5 年期和 10 年期的国债拍卖也在这一时间公布，拍卖一般在接下来的一周进行。这些金融工具都在当月的 15 日交割。10 年期国债会在 3 月、6 月、9 月和 12 月续发，它们通常在当月的第一个星期一公布，在随后的周四拍卖，并在当月的 15 日交割。决定拍卖日期的大致规则是，3 年期国债在周二拍卖，5 年期国债在周三拍卖，10 年期国债在周四拍卖。

你知道吗？

经济学家、市场参与者和财政部都使用特定的行业术语。**续发**被定义为对之前发行过的证券的拍卖。依据财政部的规定，续发的国债和原有的国债有相同的到期日和利率水平，但是发行日期不同，通常价格也不同。财政部指出：“当你购买了一只续发国债，如果在续发之时该证券价格高于其票面价值，你将要支付溢价。此外，如果你购买任何续发证券，无论其价格是多少，你都可能必须要支付应计利息。但是，我们会在你的第一次半年性的利息支付中将应计利息返还给你。”通常，10 年期国债的续发发生在 3 月、6 月、9 月和 12 月。[4]

国债融资的变化可能会经常发生。因此最好监测国债发行公告和拍卖的可靠日程表。财政部网站定期更新这些信息，同时任何人都可以通过电子邮件订阅接收更新的信息。

1997 年，财政部发行了其历史上第一只通货膨胀保值国债（TIPS）。当首次发行时，它并不太受欢迎。令人啼笑皆非的是，这种期待已久的证券最终是在低通胀时期推向市场的。但随着时间的推移，它的发行越来越受到消费者和机构投资者的欢迎。财政部发行的 TIPS 共有三种：5 年期国债、10 年期国债和 20 年期国债。30 年期的 TIPS 债券在 2001 年 10 月 10 日最后一次拍卖。当财政部宣布将重启 30 年期国债发行的时候，他们并没有宣布任何重新发行 30 年期 TIPS 的计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀保值国债

债券投资者可以通过购买通货膨胀指数化债券来避免购买力损失。直到1997年1月，美国还没有这种类型的债券，尽管加拿大在1991年发行了通胀挂钩债券，英国也从1981年起发行通胀挂钩债券。美国的第一支通货膨胀指数化债券是于1997年1月29日发行的10年期国债，其拍卖总额为70亿美元，实际收益率为3.45%，而同一时间传统的10年期国债的收益率为6.63%。

TIPS有很多优势。它们向投资者提供了有保障的实际收益率和本金偿还，不会发生购买力的损失。投资者还发现他们的投资组合变得更加多样化了，因为TIPS在高通胀时期的变动与传统的债券和股票相反。联邦政府也能从发行TIPS中获益，因为它们消除了通胀风险溢价。

在2005年，当消费者价格由于加速上涨的能源成本而上升的时候，通货膨胀指数化债券在华尔街变得流行起来。各州和城市都发行了它们自己的通货膨胀指数化市政债券，学生贷款营销协会以及向大学生提供教育贷款的政府机构也发行通胀指数化债券。尽管通货膨胀指数化证券蓬勃发展起来，但毫无疑问的是，它们在给投资者带来优势的同时也会带来一些问题。

例如，小投资者往往要比机构投资者付出更高的成本来购买这些债券。2004—2005年，由于对通货膨胀的担忧变得更为盛行，TIPS价格上升，从而导致债券收益率下降。如果美联储保持警觉，通货膨胀压力得到缓解，投资者手中的这些债券就会变得棘手，因为它们提供的收益率会低于那些可比的固定收益投资。

众多投资者最大的担心是，TIPS是按照CPI来调整的。当TIPS在1997年首次发行时，投资者被警告说，历史数据显示CPI对通货膨胀率的高估达到1个百分点。但是在2005年，一些著名的分析师指出，CPI低估通货膨胀也达到类似的幅度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀指数化证券的税收性质也很不利：投资者每年都要对债券的息票支付以及增加的本金价值缴纳税款，但通货膨胀调整却要在债券到期的时候才支付。这种“幻影税”使得在延税账户中的 TIPS 比那些在应税投资组合中的 TIPS 更有价值。对 TIPS 感兴趣的投资者可以直接从 www. TreasuryDirect. gov 网站购买这些证券，以节约成本和佣金，但个人投资者只能从定期举行的拍卖中购买，而不能在二级市场上购买。[5]

截至 2005 年，5 年期 TIPS 在 4 月首发，10 月续发。发行安排在当月的第三周公布，拍卖大约在五天之后进行。债券在当月月底进行交割。10 年期 TIPS 在 1 月和 7 月首次发行，在 4 月和 10 月续发。发行安排大约在当月的第二周公布，拍卖在三天后进行。债券在当月的 15 日交割。最后，20 年期的 TIPS 在 1 月首发，在 7 月续发。发行安排在当月的第三周公布，拍卖大约在五天后进行。交割发生在当月的月底。（见上面专栏以获得更多关于 TIPS 的细节。）

到 2004 年 12 月 31 日，中期国债（期限为 2～10 年不等）占到可流通转让债务中的 54.7%。与此同时，短期国债占比 25.4%，长期国债占比不足 13.7%。在过去的七年中，中期和长期国债所占份额一直在下降，而短期国债所占的份额有所增加。通货膨胀指数化国债占到了可流通转让债务中的 6.2%，这一数字看起来很小，但反映出它自问世以来的显著增长。

可流通转让债务的期限分布对政府所支付的债务利息有重要影响。在正常情况下，短期利率低于长期利率。当利率水平较低和下降的时候，政府能够从缩短债券期限中获益。相反，当利率水平上升时，政府可以通过延长债券期限获得更高的稳定性。

国债融资是一项非常重要而严肃的业务，财政部不会经常改变其可流通转让债务中的期限结构。它最后一次决定缩短其期限是在 20 世纪 90 年代。财政部官员决定大量投资于通货膨胀指数化中期国债，尽管在 20 世纪 90 年代和 21 世纪初的大多数时间内通货膨胀并不是一个问题。在财政部对其融资计划进行任何修改之前，它会在其每季度定期举行的会议上向部分个人交易商征询意见，也会向债券市场协会的国债借款顾问委员会征求意见。这使得债务管理决策中包含了市场参与者的意见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当财政部发布国债拍卖计划后，投资者被邀请进行投标。个人投资者通常递交非竞争性投标，保证他们能够按竞争性投标者决定的最终利率购买债券。机构投资者在任何的国债拍卖中都必须以竞价的方式进行投标，要在标书中写明精确到小数点后六位的愿意购买债券的利率水平。只有当标明的利率水平处于拍卖的中标范围之内投资者才能够认购证券。

现在，所有的国债拍卖都是采用单一价格拍卖，成功的竞争性和非竞争性投标者将以与最低中标利率或收益率对应的价格来购买证券。在 20 世纪 90 年代之前，财政部曾使用过多价格拍卖。但是，这一制度下会出现赢者诅咒（winner's curse)，即出价最高的交易商将会为这些证券支付最高的价格。在单一价格拍卖下，所有的投标人都支付相同的价格。在 1992 年 9 月，财政部开始对 2 年期和 5 年期国债进行单一价格拍卖测试，这一试验获得了极大的成功。[6]

国债的初次购买是通过拍卖，但它们也可以在二级市场上交易。而二级市场的巨大规模使其具有很高的流动性。由于国债是由美国政府发行的，它们被认为是没有违约风险的。因此，它们被用作其他金融工具的定价基准。此外，它们也被用来进行套期保值，这提高了其他金融市场的流动性。

你知道吗？

你知道“预发”和“新发”证券的区别吗？“预发”证券是指那些已经公布了但尚未发行的证券，而“新发”证券是指最新发行的某一特定期限的证券。

国债收益率曲线

经济学家和金融市场参与者经常会提到收益率曲线。收益率曲线能够反映在一个特定的时间点与某一给定期限相联系的利率水平，它描述了一系列的利率水平。水平的收益率曲线意味着短期利率和长期利率之间的差别非常小。当经济增长放缓，或市场参与者预期通货膨胀率变化不大时，收益率曲线往往会变得更为平坦。一篇《华尔街日报》的文章指出，2004—2005 年，2 年期和 10 年期国债收益率之差从 2.228 个百分点降至 0.54 个百分点，而之前的历史平均值大约是 0.75

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个百分点。这样的收益率曲线所预示的到底是好消息、坏消息，还是没消息？人们持有不同的观点。美林证券经济学家戴维·罗森堡认为美联储已经走得太远，收益率曲线差距的减小意味着经济增长放缓。与之相反，现任纽约哥伦比亚大学商学院金融学教授，曾任纽约联邦储备银行研究部主任的弗雷德里克·米什金则认为收益率曲线差距的缩小是一个利好消息，“在我们所处的环境里通货膨胀预期似乎得到了抑制，这对于经济而言实在是一件好事。”

纽约高盛的资深美国经济学家简·哈特齐厄斯并不认为平坦的收益率曲线会产生任何作用，“当前平坦的收益率曲线唯一所做的就是告诉我们市场先生认为经济活动将要走弱了。”

德意志银行纽约分行首席美国固定收益经济学家约瑟夫·拉沃尔尼亚同意市场先生在近期并不是一个很好的预测家。在 20 世纪 70 年代中期，收益率曲线和经济同向变动，收益率曲线变动要领先于经济约一年的时间。但到 2001 年，这种相互关系被打破了。[7]

美联储主席艾伦·格林斯潘在其 2005 年 6 月 6 日的演讲中提出了多种原因来解释为什么在联邦基金利率上升 200 个基点的情况下，美国长期债券收益率比前一年下降了 80 个基点。尽管他承认变平坦的收益率曲线有可能会预示着经济疲软，但他不认为这次是这种情况。他还提出了一些其他的假设，但又逐一否定了它们。他必须面对的现实是什么？“经济和金融世界正在以一种我们仍然不能完全理解的方式发生着改变。”[8]

陡直的收益率曲线表明短期和长期利率之间存在很大差距，往往在经济复苏的早期阶段出现。通常情况下，收益率曲线的斜率为正，即长期利率高于短期利率。即使我们假设经济活动或通货膨胀的模式不发生变化，人们仍然需要一些诱因来锁定他们的资金进行更长期限的投资，而这被称作流动性溢价。倒置（斜率为负）的收益率曲线也并不罕见（尽管不是常态），并且揭示了经济所处的状态。当经济处于或接近商业周期顶峰的时候，短期利率可能会高于长期利率，因为巨大的借贷需求会推高短期利率水平。经济咨商局先行指标指数的其中一个构成指标就是 10 年期国债和联邦基金利率的利差（见图 11—1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

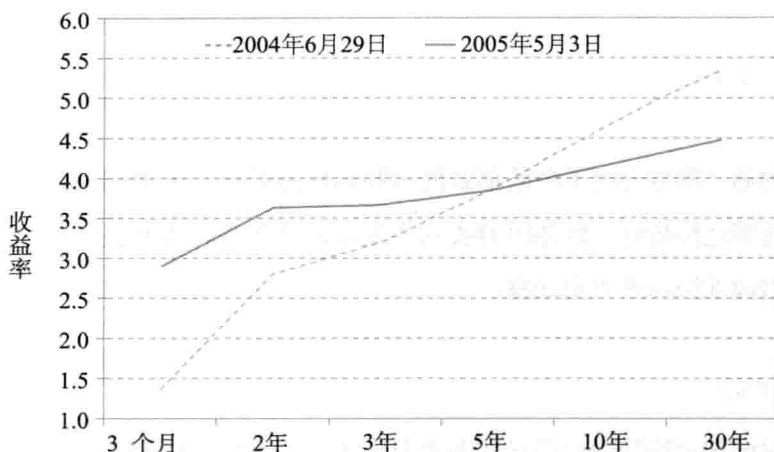


图 11—1　收益率曲线

说明：收益率曲线显示了期限从 3 个月至 30 年不等的国债的收益率水平。要注意 2005 年 5 月的收益率曲线的平坦程度要大大高于 2004 年 6 月的曲线。绘制收益率曲线的日期都有很重要的意义：2004 年 6 月 29 日是美联储在经过三年的宽松政策后开始退出货币宽松的前一天。2005 年 5 月 3 日是美联储在 11 个月以来第八次上调联邦基金目标利率的日子。

资料来源：联邦储备委员会和哈弗分析。

你对国债市场感兴趣吗？

那么你可能会对财政部的本息分离式国债（STRIPS）报告感兴趣，它每月发布当月国债净剥离的总量。报告还按每一次发行详细说明中期和长期国债的剥离和重整总额。

STRIPS 是证券利息和本金分离交易的缩写。普通的中期或长期国债包括本金支付以及每半年进行的利息支付。例如，购买面值为 1 000 美元的 30 年期国债，利息支付额为 60 美元——每六个月支付一次，共支付 30 年。当债券到期，债券所有者将获得 1 000 美元的本金偿还。但如果该债券的利息（息票）支付被剥离，它就变成了“零息”债券。债券所有者不会获得任何利息支付，只是以大幅低于面值的价格折价购买了获得本金（1 000 美元）偿付的权利。投资者购买这类证券是为了保证在未来某一时间点能够获得确定数量的支付（例如，当孩子要进入大学学习），但并不指望在此期间从债券中获得利息收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月度指标

本章的第一部分介绍了财政部如何为联邦政府融资。下面将涵盖由财政部发布的两个重要经济指标：联邦政府收入和支出月度报告，以及包含美国证券购买者信息的财政部国际资本流动报告。

联邦预算

美国财政部金融管理服务局发布财政部收入与支出月度报告。这一详细报告在每个月结束后的第八个营业日发布。与大多数经济指标在上午发布不同，它在下午发布。支出和收入数据都不经过季节性调整。此外，与多数经济统计数据不同，报告数据不经过年化处理。当读取财政部数据的时候，要记住它是以始于 10 月止于下一年 9 月的财政年度为基础的。因此，2007 财政年度指的是 2006 年 10 月至 2007 年 9 月。

尽管每个月的报告都是按照时间表发布，但在每年 10 月，财政年度最后一个月（9 月）的报告却没有固定的发布日期。有些时候，财政部要多花几天的时间；有些时候，他们在上午而不是下午发布信息。财政部月度报告包含超过 30 页的详细信息。“表 9：美国政府收入来源和支出功能总结”出现在报告接近结尾的部分。它恰好是经济学家和市场参与者密切关注的重要表格之一。

预算收入是某种形式的税收，来自于个人、公司、房地产税和关税。社会保险收入也被包括在这些数字中，尽管其中有些部分被认为是“预算内”，而更大的部分被认为是“预算外”的。但出于市场参与者的监测目的，所有的社会保险收入都被计入“收入”。个人所得税是收入的最大来源。第二大收入来源是社会保险税和供款。公司所得税可能间或在某一个月成为收入的很大一个组成部分，但并不总是如此。除了这三者之外，表 11—1 还列出了定期发布的税收和关税的所有其他分类。

支出包括政府支出总额：那些能够被计入 GDP 的支出以及不能被计入 GDP 的支出（由于是某种类型的转移支付）。在 2005 财政年度，社会保障支出是最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的政府支出，紧随其后的是国防支出。收入保障、医疗和卫生支出是排在前两者之后的三个最大的类别。在本书第二版的写作中，我注意到国家债务的利息支出是 1997 财政年度的第三大支出。截至 2005 财政年度，净利息是第六大支出类别。毫无疑问，到目前为止，较低的利率水平以及多年来的财政盈余降低了这一部分的政府支出。但在未来几年里，上升的利率以及不断增加的预算赤字将再次导致这部分支出大幅度增加。表 11—1 显示了所有类别的支出。

表 11—1　　美国联邦预算收入来源、支出功能　　单位：十亿美元

	1994 财政年度	收入份额	1999 财政年度	收入份额	2004 财政年度	收入份额
收入：						
个人所得税	543.1	43.1	879.5	48.1	809.0	43.0
公司所得税	140.4	11.2	184.7	10.1	189.4	10.1
社会保险和退休收入						
就业及一般退休收入	428.8	34.1	580.9	31.8	689.4	36.7
失业保险	28.0	2.2	26.5	1.4	39.5	2.1
其他退休收入	4.7	0.4	4.5	0.2	4.6	0.2
消费税	55.2	4.4	70.4	3.9	69.9	3.7
遗产税和赠与税	15.2	1.2	27.8	1.5	24.8	1.3
关税	20.1	1.6	18.3	1.0	21.1	1.1
杂项收入	23.2	1.8	34.9	1.9	32.6	1.7
总收入	1 258.6		1 827.5		1 880.1	
		支出份额		**支出份额**		**支出份额**
支出：						
国防	281.6	19.3	274.9	16.2	455.9	26.8
国际事务	17.1	1.2	15.2	0.9	26.9	1.6
一般科学、空间及技术	16.2	1.1	18.1	1.1	23.1	1.4
能源	5.2	0.4	0.9	0.1	—0.2	0.0
自然资源及环境	21.0	1.4	24.0	1.4	30.7	1.8
农业	14.9	1.0	22.9	0.9	15.4	0.9
商业和住房信贷	—4.2	—0.3	2.6	0.2	5.3	0.3
运输	38.1	2.6	42.5	2.5	64.6	3.8
社区及地区发展	10.6	0.7	11.9	0.7	15.8	0.9
教育、培训、就业及社会服务	43.3	3.0	50.6	3.0	87.9	5.2
卫生	107.1	7.3	141.1	8.3	240.1	14.1
医疗	144.7	9.9	190.4	11.2	269.4	15.8
收入保障	217.1	14.9	242.4	14.2	332.8	19.6
社会保障	319.6	21.9	390.0	22.9	495.5	29.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

	1994 财政年度	收入份额	1999 财政年度	收入份额	2004 财政年度	收入份额
退伍军人福利及服务	37.6	2.6	43.2	2.5	59.8	3.5
司法	15.5	1.1	26.5	1.6	45.5	2.7
一般政府	11.2	0.8	15.3	0.9	21.8	1.3
净利息	202.9	13.9	229.8	13.5	160.2	9.4
未分配补偿收入	−37.8	−2.6	−40.4	−2.4	−58.5	−3.4
总支出	1 461.9		1 701.9		2 292.2	
盈余/赤字	−203.2		125.5		−412.1	

资料来源：美国财政部金融管理服务局。

尽管预算收入和支出数据并不进行季节性调整，但它们有时会呈现季节性模式，每年的变化幅度会有所不同。收入往往在 1 月、4 月、6 月、9 月和 12 月这些与季度税收支付日期相对应的月份上升。支出在全年中并不遵循任何明显的变化模式。唯一的例外就是在财政年度即将结束的 8 月和 9 月，如果机构仍然有尚未动用的拨款，它们可能会增加支出，因为它们担心这些资金会在下一财政年度中被收回。

因为预算没有经过季节性调整，所以应该看与上一年同期相比当前的预算赤字（盈余）是如何的。例如，如果每年 4 月都出现预算盈余，那么就检查看看今年的盈余是否比去年大。在 2005 年 4 月，预算盈余为 577 亿美元，仅仅是过去十年发布的 4 月份盈余的大概一半，且不足以抵消 3 月份 712 亿美元的赤字。图 11—2 显示了过去三年的月度预算数据。

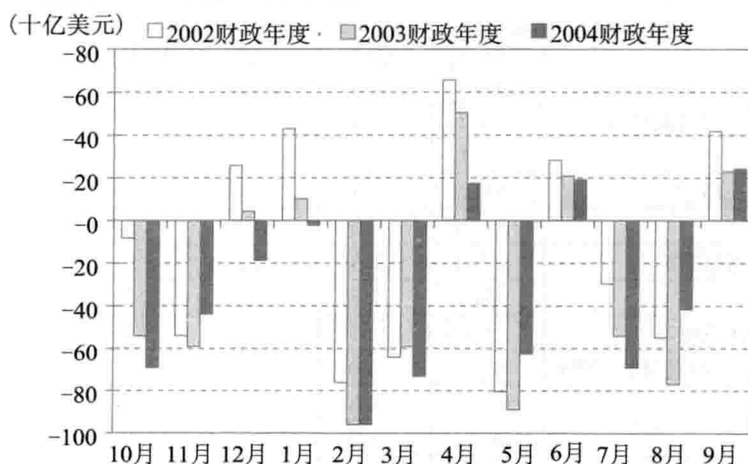


图 11—2 联邦预算比较

说明：尽管联邦预算并不进行季节性调整，但它存在月度变化模式。

资料来源：美国财政部和哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场反应

金融市场专业人士并不总是对支出和收入的具体细节感兴趣。他们更关心每个月总的预算余额，更通常被称为预算赤字，因为在过去的 30 年中我们极少看到预算盈余。高预算赤字对固定收益市场而言是利空消息，因为它预示着政府借款将要增加。为了给赤字融资，美国财政部要像本章第一部分所描述的那样出售长期、中期和短期国债。国债的供给（支撑着年度预算赤字以及未偿还债务总额）越多，这些证券的价格就越低。低债券价格意味着高收益率。因此，国债的大量供给表明发行者需要用更高的利率来吸引购买者。公司债券与国债相竞争。被认为没有违约风险的国债的高利率水平也意味着存在更大违约可能的公司债券的利率水平会更高。

在经济学术语中，这被称为“挤出效应”，也就是说，由于利率迅速上涨，政府借款减少了私人投资。私营企业的投资决策基于它们预期从投资中所能获得的收益率。当借款成本高于预期收益，它们将不会进行投资。但政府的借款决策则是基于财政政策，与预期收益无关。

股票市场参与者也不喜欢高预算赤字。因为股票市场代表了公司的权益，而这些公司不得不以更高的利率借款以扩大业务规模，或满足短期现金需求。

从表面上看，外汇市场专业人士更希望看到由大量国债供给支持的庞大预算赤字。美国的高利率水平会使资本从国外流入。当外国人购买我们发行的国债，他们对美元的需求增加，美元外汇价值将上升。但这个分析的前提是其他因素保持不变。例如，如果不存在通胀加速预期，或者美国的通胀环境没有比这些外国人本国的通胀环境要差，美国的高利率水平将会吸引外国投资者。（汇率的决定因素参见第 1 章。）此外，美国通过出售国债为赤字融资已经有很多年的历史了。金融市场参与者、政策制定者和经济学家们普遍担心有一天外国买家将会逐渐消失。

注意！

检查收入和支出的不同类别，看是否有任何特别的因素可能造成当前月份的预算赤字小于或大于预期。例如，一个特别好的报告（高盈余）可能反映了政府机构的延期支付。一个很差的报告（高赤字）则可能是由于经济正处于政府进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更多的转移支付、收到更少的税收收入的商业周期阶段。

当联邦预算赤字增加，美国财政部不得不发行越来越多的国债来为其融资。而证券的供给越多，这些证券的价格就越低——这也将表现为更高的利率水平。另外一个要考虑的方面是，金融市场参与者担心联邦预算赤字的飙升会加剧通货膨胀压力。很多人认为越来越大的预算赤字或许终有一天会导致美联储印制钞票，使经济膨胀，从而降低政府的债务负担，并将其转嫁给纳税人；由于这种担心，在 20 世纪 80 年代，长期（30 年期）债券存在一个通货膨胀溢价。在 1997 年，国会和政府承诺在 2002 年实现平衡预算。（1998、1999、2000 和 2001 财政年度为预算盈余年，但从 2002 年起又恢复了赤字。）市场参与者对其表示欢迎，长期债券的利率水平下降。但在金融市场参与者坚信在通货膨胀被消除以及/或 30 年期的债券供给下降之前，长期债券的收益率不会永久下降，如图 11—3 所示。事实上，长期债券收益率自 1999 年底就呈现出长期下降趋势。即便在 2004 年和 2005 年，美联储开始上调联邦基金目标利率，以及通货膨胀加速的情况下，长期债券收益率一直保持在低水平上。

战略家埃里克·洛纳根指出，那些认为美国长期债券的低收益率导致联邦基金利率上升的债券投资者没有考虑到长期债券市场的全球一体化。他认为，在欧元区和日本的外国债券市场上长期债券收益率更低，从而拉低了美国长期债券收益率。[9]

财政部国际资本流动报告

美国财政部在每个月的第 11 个营业日发布流入和流出美国的金融工具的数据（包括国债数据），数据滞后期为两个月。（2 月的数据在 4 月发布。）该数据在金融市场领域通常被称为**财政部国际资本流动报告**（TIC），它在 2004 年和 2005 年获得了众多的关注，尽管它的发布已经有至少 30 年的历史了。财政部要求国内和国外的金融机构追踪并报告一系列金融工具（包括公司债和股票、联邦机构和市政债务，以及国债）的买家和卖家的所在地。该报告旨在衡量针对外国人的国内证券销售，但它可能会存在误导。一个外国买家可能居住在日本，但通过在开曼群

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

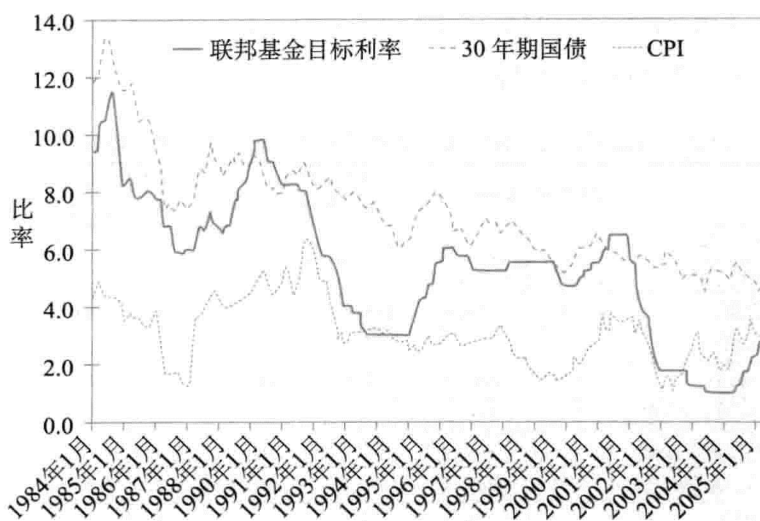


图 11—3 联邦基金目标利率、30 年期国债收益率以及 CPI

说明：图表描绘了以联邦基金目标利率、长期债券收益率，以及通货膨胀率衡量的美联储货币政策。

资料来源：联邦储备委员会、劳工统计局和哈弗分析。

岛的经纪人进行购买。TIC 数据对诸如开曼群岛、英国、瑞士、卢森堡和百慕大等金融中心的衡量是不合理的，因为它们是主要的托管中心，而那些没有大的银行中心的国家则被低估了。此外，那些在国外发行的不记名（未注册）的美国债券是不登记的。2000 年，“未知国家”是排在英国和日本之后的第三大美国长期证券持有国。

你知道吗?

政策制定者长久以来一直关注着美国证券的外国持有情况。美联储的研究显示，对其的第一次度量是 1853 年财政部公共债券和私人债券的外国持有情况调查。这是为了回应国会对外国人持有美国债务水平不断上升的担心。[10]

其他的一些扭曲也随之而来。依据国际收支核算，购买者的居住地决定了证券该如何计数。居住在巴黎的美国人购买的美国国债被算作外国购买，而居住在纽约的巴黎人购买的美国国债则被算作国内购买。此外，美联储在研究中注意到，由美国公司在德国发行的以欧元计价的证券被视为美国证券，而由加拿大公司发行的在美国交易的并以美元计价的证券被视为外国证券。另外，由于国际收支的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计机制，美国存托凭证（ADR）被认为是外国证券，因为它们代表的是外国证券，即使它们可能是由美国机构发行的（见表11—2）。

表 11—2 外国人与美国居民的长期证券交易（十亿美元，未经季节性调整）

	2003 年	2004 年	12 个月至		2004 年	2004 年	2005 年	2005 年
			2004 年 2 月	2005 年 2 月	11 月	12 月	1 月	2 月
1. 国内证券购买总额	14 383.6	15 269.8	14 805.7	15 642.3	1 409.9	1 318.1	1 305.3	1 376.3
2. 国内证券销售总额	13 644.9	14 365.8	13 970.7	14 708.8	1 308.9	1 234.7	1 213.5	1 278.0
3. 国内证券购买，	**738.8**	**904.0**	**835.0**	**935.5**	**101.0**	**83.5**	**91.8**	**98.3**
净值（1—2）[a]								
4. 私人，净值[b]	**595.7**	**669.9**	**657.5**	**718.9**	**73.1**	**73.2**	**77.5**	**79.7**
5. 长期和中期国债，净值	163.2	150.9	197.7	177.7	12.7	1.4	23.1	31.2
6. 政府机构债券，净值	135.1	206.1	151.1	198.4	24.3	25.6	19.9	11.0
7. 公司债券，净值	261.5	286.5	254.5	305.1	23.6	39.2	17.3	30.0
8. 股票，净值	35.9	26.4	54.1	37.7	12.5	7.0	17.1	7.4
9. 政府，净值	**143.1**	**234.1**	**177.6**	**214.5**	**27.9**	**10.2**	**14.4**	**18.6**
10. 长期和中期国债，净值	113.5	201.1	151.1	175.4	21.0	7.0	7.6	11.3
11. 政府机构债券，净值	24.3	20.3	21.8	23.8	3.5	1.0	6.1	5.2
12. 公司债券，净值	5.6	11.4	5.5	14.1	1.9	1.6	1.3	2.1
13. 股票，净值	−0.3	1.4	−0.8	1.2	1.5	0.6	−0.7	0.0
14. 外国证券购买总额	2 893.8	3 119.1	3 039.1	3 108.5	272.2	261.5	250.6	281.1
15. 外国证券销售总额	2 959.7	3 228.6	3 114.8	3 211.4	277.9	282.6	249.9	294.9
16. 外国证券购买，	**−65.9**	**−109.5**	**−75.8**	**−102.9**	**−5.7**	**−21.1**	**0.7**	**−13.8**
净值（14—15）[c]								
17. 外国债券购买，净值	18.9	−26.1	14.0	−15.1	2.0	−7.0	5.8	1.5
18. 外国股票购买，净值	−84.8	−83.4	−89.8	−87. 8	−7.7	−14.0	−5.1	−15.3
19. 净长期资本流动（3+16）	**672.9**	**794.6**	**759.3**	**830.6**	**95.3**	**62.4**	**92.5**	**84.5**

说明：a：外国购买美国证券净值（+）；
b：包括国际组织和区域组织；
c：美国购买外国证券净值（−）。
资料来源：美国财政部。

市场反应

截至2005年年中，TIC对于市场参与者而言仍是一个比较“新”的经济指标。尽管报告提供了国债、政府机构债券、公司债券和股票的信息，但市场参与者似乎还是主要关注国债。在大量国债源源不断地进入市场的背景下，这一现象的出现是有道理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章要点

- 美国财政部为政府支出融资。
- 财政部销售的证券的期限为 4 周～30 年不等。
- 国债被认为是不存在违约风险的，它被作为美国所有其他利率的基准。
- 国债收益率曲线被视为经济走强和经济疲软的先行指标，但有些时候它可能会给出误导性的信号。
- 财政部发布联邦政府的月度收入和支出数据。
- 财政部每月发布流入和流出美国的资金流数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章

制定战略投资决策

这一章与本书的其他部分不大一样。第 1 章是对经济市场的概述，第 2～第 9 章介绍了不同经济部门的主要经济指标，第 10 章简要介绍了美联储，第 11 章讨论了财政部与金融市场相关的主要方面。换言之，前面的 11 章是对经济环境的现实解释，即解释了专业的交易商和投资者，无论是在债券市场还是在股票市场，如何对经济信息进行评估。

第 12 章则是专门为那些能够理解经济状况和美联储政策与投资决策相关，但仍不确定如何运用定期发布的一连串信息的非专业投资者而写的。

在 20 世纪 80 年代早期，对经济指标进行监测并不常见，除非你是依据经济新闻进行交易的金融市场参与者，或者是对当前经济事件进行监测的令人讨厌的经济学家。债券投资者主要关注每日经济新闻。股票投资者则不太关心“根据数据交易”。20 世纪 90 年代见证了翻天覆地的变化，24 小时的金融网络（如 CNN 和 CNBC）使得监测每日经济事件变得非常流行，无论你是交易债券还是买卖股票。

即使在 2000 年股市崩盘后的早期，密切关注金融新闻仍是普遍现象。但五年之后，金融新闻变得与以前不一样了。很多金融顾问不建议他们的客户观看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CNBC，规劝他们不要根据当前的经济事件进行交易。在大多数情况下，这是明智的建议。

旧时代已经一去不复返了。大多数投资者希望充分了解当前的经济事件会如何影响他们的投资组合，而且他们知道信息可以随时从网络上获得。此外，让财务顾问在没有监测你的月度或季度财务报表的情况下决定你的投资是很不明智的。互联网使大众更加了解他们所面临的投资机会，并更多地参与进去。而在这个过程中，有些人成为了经验丰富的投资者。此外，401（k）计划的推行迫使人们针对退休账户制定自己的计划，从而使得他们变得更为警觉。

尽管每周 7 天、每天 24 小时随时都可以获取金融新闻和信息，但个人投资者并不能够像专业投资经理那样获得包含实时新闻服务和专业人士（如经济学家）研究服务在内的众多复杂信息。即便是经验丰富的个人投资者也无法根据东部时间上午 8 点半发布的有关交易的经济报告获得像专业投资者那样丰厚的利润。尽管个人投资者或许可以通过良好的经纪人来快速进行交易，但当及时性至关重要、需要分秒必争的情况下，大多数的专业交易商已经建立了联系，能够极为迅速地执行交易。

当然，几乎所有的金融专家都不建议进行市场择时。他们说，就算你无所不知，你终究也只能选择市场谷底和市场顶峰，所以只是定期购买，不要试图成为专家。尽管我完全同意一般性的市场择时是不可能的，但我认为那些从管理自己投资组合中获得享受的个人投资者可以有效运用他们的经济商业周期知识来做出对自己有利的投资决策。我们都可以制定战略投资决策。

个人投资者最好监测经济**趋势**，运用经济新闻来制定战略性长期投资决策，而不是试图通过小利润交易（仍然有较高的成本）来超越金融专业人士。

例如在 20 世纪 90 年代末期，联邦预算赤字变小——预算盈余将很快出现的预测随处可见。的确，美国国会预算办公室（CBO）发布的 1999 年 1 月的《经济预算展望：2000—2009 财政年度》揭示了 1998 财政年度 700 亿美元的盈余并不是偶然的，如表 12—1 所示。在整个预测期间都呈现预算盈余，并且规模不断增大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12—1　　当前政策下 CBO 预算展望（财政年度，十亿美元）

	1998 年（实际值）	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
总预算盈余	70	107	131	151	209	209	234	256	306	333	355	381
预算外盈余	99	127	138	145	153	161	171	183	193	204	212	217
预算内赤字（－）或盈余	－29	－19	－7	6	55	48	63	72	113	130	143	164

资料来源：国会预算办公室，1991 年 1 月。

如果预算赤字消失，取而代之的是预算盈余，就意味着随着时间推移美国财政部的借款需求减少。较低的借款需求最终将转化为国债供给减少。美国财政部在债券市场上提供给个人和机构投资者的证券数量减少。像其他任何美国商品一样，国债的价格取决于供给和需求。如果需求稳定，国债供给的减少将会导致其价格上升——收益率下降。

如果我想购买高收益的国债，那么好的时点就是在盈余马上就要变为常态并成倍增加之前（根据 CBO 的预算展望来判断）立即购买。我曾经购买过收益率远远超过 6%的长期国债。（最后事实证明预算盈余并没有成为常态，当预算赤字重新出现的时候，其他的因素导致了收益率的降低。）考虑到 2001—2005 年期间，长期债券的收益率一直处在 4%～5.5%之间，我的投资决定并不是一个坏赌注。另外，通过在 1999 年购买国债而不是股票，我成功地使我的投资组合远离 2000 年股市暴跌的影响（见图 12—1）。要做出这样的投资决策并不需要取得很专业的经济学学位。任何经常监测长期经济趋势的投资者都会做出同样的观察。

对利率敏感的投资选择

利率会在经济商业周期中向上或向下变动，呈现利率上升时期和利率下降时期。当经济处于扩张时期或通货膨胀压力加剧，利率往往处于上升状态。当经济正经历下降或衰退，利率则通常呈下降状态。如图 12—1 所示，即使经济处于扩张或衰退中，利率也会上下变动。债券交易员会告诉你在任何一天里，利率都很容易向上或向下变动 25 个基点。图 12—2 显示了在 2004 年 6 月 2 年期和 10 年期国债收益率的每日变化。那些对捕捉短期潜在投资机会感兴趣的投资者注意到在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

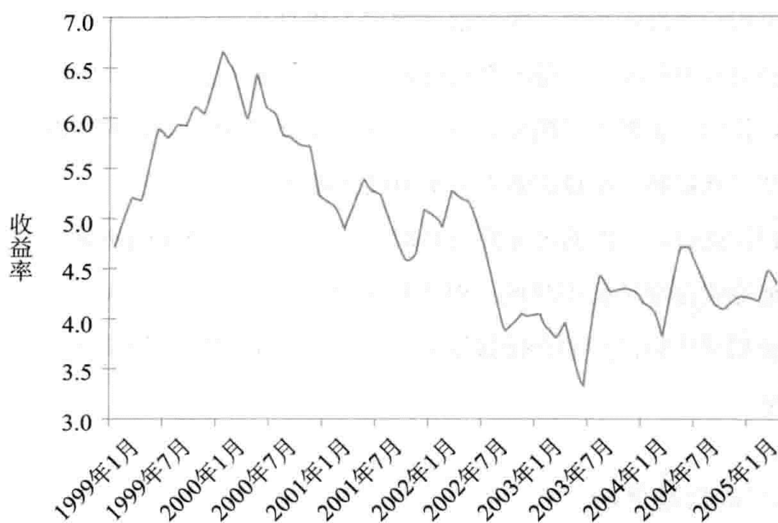


图 12—1 10 年期国债收益率

说明：10 年期国债收益率在 1999 年末、2000 年初达到顶峰，然后稳步下降至今。

资料来源：联邦储备委员会和哈弗分析。

通货膨胀新闻发布或联邦公开市场委员会开会的日子里，利率的波动更为剧烈。就业统计数据是一个重要的市场变动影响因素，但 2004 年 6 月的就业状况相对良好，因此在 6 月 4 日就业形势发布这一天，债券收益率变动并不是非常大。

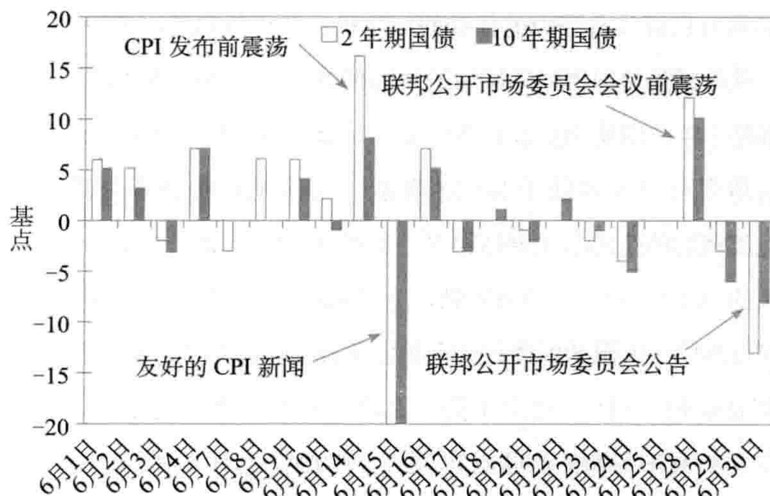


图 12—2 2004 年 6 月收益率每日变动

说明：2 年期和 10 年期国债收益率的每日变动反映出市场对 2004 年 6 月发生的各种事件，如 CPI 数据发布和联邦公开市场委员会会议公告的反应。

资料来源：联邦储备委员会和 www. Econoday. com 网站。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果采用长期投资视角，即尝试监测商业周期内的长期趋势，投资者就有时间来制定他们的投资决策，而不会被迫进入一种“现在就买!”“现在就卖!”的状态。当然，任何一天都可以赚钱，但当经济的变动是由经济新闻引起的，个人投资者最好还是让那些专业投资者去从事短线交易操作。

还要记住的是，试图通过选择市场时机来获得尽可能低的贷款利率或尽可能高的固定证券收益率是很困难的。但从长远来看，有一点是毫无疑问的，即了解利率在商业周期中如何变动会使投资者制定出更具战略性的投资决策，获得更多的投资利润。

购买固定收益证券

有两种方式来对待固定收益市场。你可以低价买入一只债券，并以高价卖出——差价就是你的利润。这是交易商所做的——获取资本利得。但很多个人投资者更感兴趣的是将债券加入到他们的投资组合中，使其能够产生定期利息收入。利率越高，投资者获得的利息收入越多。通常情况下，当通胀加速（或存在潜在的通胀加速）以及在经济扩张时期经济需求强劲时，利率水平会更高。因此，这些都是购买具有良好收益潜力的债券的好时机。要记住的是，各种类型的债券都可供购买——从低风险的国债到高风险的垃圾债券。收益率随着风险上升，因此如果到期期限都是十年，国债的息票利率要低于垃圾债券（标准普尔评级低于 BBB，或穆迪投资者服务公司评级低于 Baa 的债券）。你会从垃圾债券获得更多的利息收入——但此类债券的违约概率要高得多。当经济走向衰退，债券违约风险上升（即使是高评级的 Aaa 债券）；当经济扩张，违约风险下降。某一给定期限的公司债券的违约风险可以用同一期限的国债收益率和公司债券收益率之差来衡量（见图 12—3）。

在经济衰退期，利率往往会下降。在这些时期，潜在利率收入通常是非常低的。如果你还持有未到期的高收益率债券，你潜在的资本利得将非常高；也就是说，你可以出售债券获得利润，但你无法再找到具有相似高收益的新债券了。但问题是：你希望获得资本利得还是定期的利息收入？这是一个有意义的问题，也是当你每次（每月、每季度或每半年）考虑投资机会的时候需要问自己的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

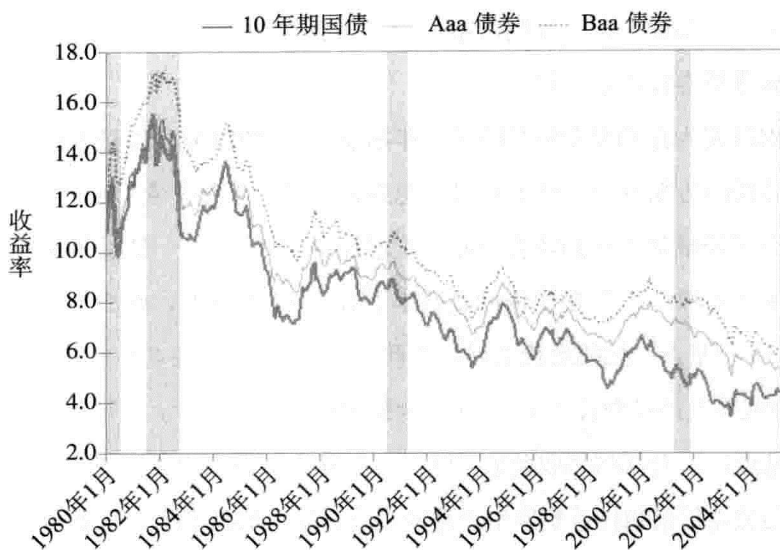


图 12—3 不同风险的债券的收益率

说明：图中描绘了商业周期中不同违约风险的债券的收益率。

资料来源：联邦储备委员会和哈弗分析。

税收因素也会影响你的投资决策，因为长期资本利得收入的税率要低于普通（利息）所得。

如果你想最大化你的收入或最大化资本利得，那么在经济扩张时期当利率上升的时候购买债券将会更有利可图。这听起来非常简单，但利率的上升通常是因为通货膨胀压力。利率可能并不总是处于足够高的水平来抵消通货膨胀。但通常情况下，通货膨胀水平会在经济扩张消退、潜在的经济下降随之来临之后下降。

经济的日历影响

对于个人投资者而言，最明智的选择是监测长期经济趋势，从而做出稳健的投资决策。一些更富有经验的投资者喜欢跟踪那些由政府和私人机构发布的能够引起债券和股票价格迅速波动的密集的每日经济指标。作为一名更有经验的投资者，你可能倾向于使用——或远离——主要经济事件来选择时机进行债券组合投资。

例如，我们几乎总是能够确定在就业形势发布的星期五，债券市场（以及整体金融市场）会出现波动。如在第 8 章中所讨论的，经济学家们使用该报告的主要构成部分能够很容易地预测在随后几周发布的工业生产和个人收入，就业报告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奠定了下个月的基调。强于预期的报告会导致债券收益率上升，而弱于预期的报告通常会导致债券收益率下降。

假设你计划为你的投资组合购买 2 年期或 10 年期国债。你是否想打赌市场将朝着你所希望的方向变动？或者你只是想逆市而动？例如，在 2005 年 5 月 6 日星期五，当劳工部报告 4 月的非农就业人口增加了 274 000——超过了债券投资者所预期的 160 000 时，10 年期国债的收益率上升了 11 个基点，而 2 年期国债的收益率上升了 18 个基点（按收盘价衡量的变化）。一个月前，在 4 月 1 日，劳工部报告 3 月的非农就业人口仅增长了 110 000，为预期的一半。当天，2 年期国债收益率下降了 5 个基点，10 年期国债收益率下降了 4 个基点。你永远无法提前知道某一报告的发布会使债券价格和收益率发生怎样的变化。毫无疑问的是，在重要经济数据发布的月份，债券收益率波动会更为剧烈，但交易活动在即将收市的时候会趋于平稳。有些时候，每日收盘价格的变动无法反映交易进行过程中市场价格的剧烈变动。

那么个人投资者该做些什么？这是一个很难回答的问题。你可能会决定忽略就业数据发布当天的市场变化并在经济报告发布前的一天或两天购买证券。（尽管你有可能会遇到其他主要经济数据的发布）你也可能决定放手一搏，在就业数据发布的星期五当天购买债券，而不去担心后果是什么。但归根结底，大家都赞同市场择时是不可能的。通过跟随市场的长期趋势，你已经通过在接近市场低点时买入并在接近市场高点时卖出而获益。

如果你更富有冒险精神，你可能想要密切监测那些在就业报告发布的前几周发布的经济事件。例如，每周申请失业救济人数可能会预示着就业趋势是上升还是下降。

那么以我 25 年的预测经济指标的经验，我会怎么做呢？我可能不会在就业报告发布的星期五购买债券。相反，我会在那一天之前或之后购买。我相当厌恶风险并且知道即使我有一个相当好的非农就业人口预测记录，也不值得为了长期投资收益能多一个或两个基点而过于担心就业报告内容。（“相当好”是相对而言。当我领先的时候我停止了预测！）个人投资者往往过于注重低价买入——试图以尽可能低的价格买入，从而获得尽可能高的收益。但他们忘记了一点：当他们进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小批量购买的时候，他们是在证券经纪商的掌握之中，经纪商能够从中获得丰厚的佣金。因此，最好是能够找到一个佣金费用低廉的很好的折扣经纪商，而不是焦急等待着就业报告发布的星期五来获得尽可能高的收益率。

在 20 世纪 90 年代和 21 世纪，经济指标并不是引起市场剧烈波动的唯一因素。债券收益率在美联储主席艾伦·格林斯潘发表讲话的日子里也会剧烈波动。有些时候他的讲话很有意义，还有些时候他的发言极其含糊，而在其他的时间里，他只是在重复自己说过的话。因此最好不要在美联储主席将要就经济或货币政策发表讲话的日子里进行重要的投资决策。美联储主席讲话的日程安排是可以提前获得的。顺便说一下，如果某一天你看到股票价格或债券收益率大幅上升或下降，而且找不到任何理性（经济新闻）的解释，那么就请查看一下日历。这很有可能是因为美联储主席在那一天演讲，于是市场剧烈震荡对其做出回应。

你知道吗？

经济学家们经常会谈到不能只看一个月的数据。例如，布什总统的经济顾问委员会主席哈维·S·罗森在《华尔街日报》中写道，“反观最近的数据可以看出，我们不应该对个别报告中的经济数据过度反应——甚至不应该对一整个月的数据过度反应。经济会以它的方式使任何过分强调单月数据的人显得愚蠢。”[1] 摩根大通公司资深美国经济学家吉姆·格拉斯曼对此有类似看法：“你需要问问你自己，为什么人们对数据中的每一个波动都如此敏感，要知道这是非常古怪的。”[2]

最可能导致市场大幅波动的经济指标

- 联邦公开市场委员会的决定
- 就业形势
- 通货膨胀：CPI 或 PPI
- 零售额
- ISM 制造业调查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房地产投资

从前，所有购买房产的人都将获得一个30年期的固定利率贷款。在这种环境下，住房市场随着利率的下降和上升经历了繁荣和萧条周期。在20世纪80年代，抵押贷款利率高达两位数，这使得可调整利率贷款变得更为普遍，也更受欢迎。当1981年10月30年期固定抵押贷款利率平均为18.45%——全年平均为16.63%的时候，它防止了住房市场的完全萎缩（尽管房地产活动大幅下挫）。与此同时，可调整利率贷款的利率平均约为13%，虽然仍然很高，但已经有明显改善。在20世纪80年代末和90年代初，普通房主也变得更为了解他们的再融资选择。毕竟那些在80年代早期购买住房的房主曾面临如此之高的抵押贷款利率，再融资是一个非常容易做出的决定，即使当时的收盘成本要高于他们今天的成本。

1995—2005年间，固定和可调整利率贷款的种类激增。大多数情况下，当利率水平很低，锁定固定利率贷款是最优选择；而当利率水平很高，可调整利率贷款是更好的选择。但运用一般规律也有要注意的地方。如果你确定你并不准备长期保有你的房产，那么即使在低利率环境下，可调整利率贷款也可能是更好的选择。例如，如果你知道你将在三年后搬离，而你能够获得一个3年期或5年期的可调整利率贷款，其利率要低于30年期的固定利率贷款。那么可调整利率贷款可以在短期内帮你节省一大笔钱。

可调整利率贷款的一个问题是，银行或贷款公司为消费者评估了较低的贷款利率。但在利率上升的环境下，月度抵押贷款支付额每半年或一年的变化可能使其很容易就增长至房主无法承担的水平。因此，可调整利率贷款无疑是有价值的，但使用它需要一定的刚毅和谨慎。当抵押贷款利率较低时，一个人不应该购买超过其承受范围的更多的房产。

当房价迅速上升，越来越多的房主希望进入这个市场，贷款公司在融资方案方面变得极具创新性。例如，纯利息贷款（允许新房主在一定时期内仅需为抵押贷款支付利息而不用支付本金）在过去几年中迅速流行开来。《商业周刊》发现，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 2005 年年中，31%的新抵押贷款为纯利息贷款——这表明人们已经接近其财务极限。[3]创新性的抵押贷款融资似乎已经超越了普通房主做出明智住房选择的能力。

投资股票

股票价格通常会因为经济事件而发生变动。但除非你有能力在看到经济指标报告的一瞬间动用大量资金，而且你准确了解股票市场整体会如何变动，否则对于个人投资者而言，进行投机或日间交易并不是一个好主意。尽管如此，非专业投资者却能够很容易地运用经济报告来制定更为明智的长期投资决策。

本书介绍的大多数经济指标代表的是美国经济中众多行业和部门的总和。零售总额告诉你消费者是否购物，而零售额的组成部分则告诉你消费者都买些什么。家具店的销售是否上升？消费者在百货店或电子商店的支出是否增加？通过监测零售额组成部分的变化趋势，我们能够更好地确定应购买或出售何种类型的消费类股票。

假设你看到建筑材料商店的销售额在过去几年中呈现上升趋势。这可能表明诸如家得宝或劳氏的股票是很好的投资对象。当然，你可以研究家得宝和劳氏，通过分析它们的公司基本面来确定哪一个是更好的选择。经济趋势至少可以显示出你当前的大方向是正确的，如图 12—4 所示。

假设你是诺德斯特龙公司股票的跟踪者，但零售销售普遍低迷，且百货店销售额在过去几个月中一直下降。你是否应自动放弃购买诺德斯特龙公司股票的想法？当然不是！但你要放聪明些。首先，问问你自己为什么百货店销售额下降？经济是否处于衰退中？查看诺德斯特龙公司的基本面，以及其他百货店的基本面。诺德斯特龙可能仍然是一个很好的购买对象，但你可能希望花比一两个月更长的时间来监测股票价格和零售额。而且毫无疑问的是，在经济衰退的中期当股票价格相对较低的时候购买零售业股票是最有利可图的，而不应在经济处于扩张的顶峰、股票价格过高时进行购买（见图 12—5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

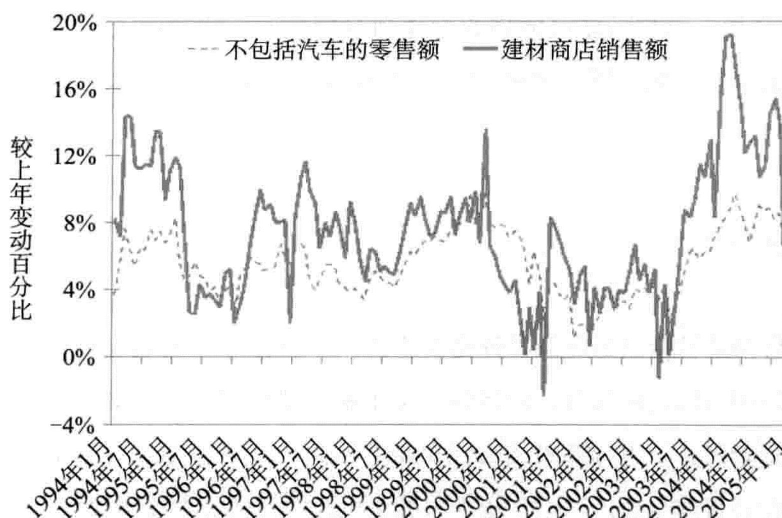


图 12—4 零售额与建材商店销售额

说明：在过去的几年中，零售总额增长比建材商店销售额的增长要温和。二者都已经开始下降。这表明在 2005 年，出售建材、园林设备，以及耗材的公司的表现可能不及总体零售销售。

资料来源：人口普查局和哈弗分析。

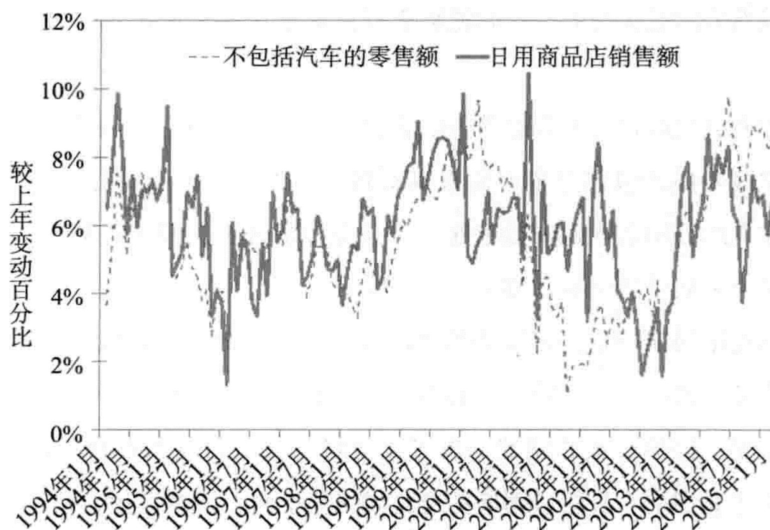


图 12—5 零售额与日用商品店销售额

说明：日用商品店的销售表现在大多时间里与总体零售销售一样好，但在 2000—2002 年总零售额增速要低于百货店。在 2004 年，日用商品店销售增长放缓，这可能对百货店收入有影响。

资料来源：人口普查局和哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零售额并不是唯一一个有多行业部门数据可供监测的经济指标。工业生产指数告诉我们经济中工业部门的情况，如图 12—6 和图 12—7 所示。你对高科技股感兴趣吗？如果感兴趣的话，那么就关注耐用消费品部门中的计算机、视频和音频设备或企业设备领域的信息处理和相关设备的表现。消费者购买的商品类型可能与企业购买的类型有所不同。你要看看你所考虑的公司所生产的商品是针对消费者还是针对企业。

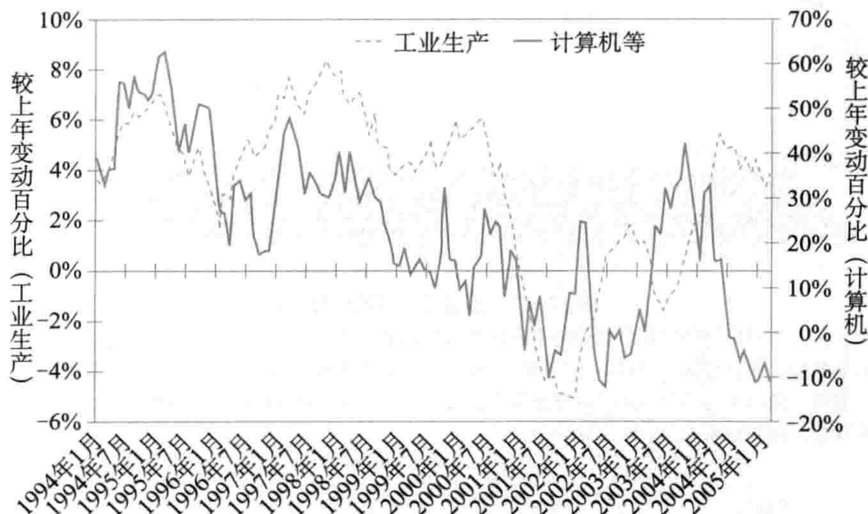


图 12—6 工业生产与计算机、视频和音频设备

说明：可以看到在过去的十年中，作为工业生产构成部分之一的计算机、视频和音频设备生产大幅波动，而整体的工业生产增长则更为平稳。在 2004 年，计算机、视频和音频设备生产大幅下跌（比上年下跌约 10%），而工业生产仍然比上年上涨了 4%。这意味着以消费者为导向的公司在 2004 年并没有获得稳健的利润。

资料来源：联邦储备委员会和哈弗分析。

你对服务型公司感兴趣吗？针对就业形势的机构调查中有着丰富的信息（见图 12—8）。你对酒店业感兴趣吗？那么就查看休闲和酒店业的就业人口。你对电影行业感兴趣吗？那么就查看电影和录音行业的就业人口信息。

可进行行业分析的详细经济指标

- 零售额（见第 3 章的表 3—1）
- 制造业出货和订单（见第 4 章的表 4—1）
- 非农就业人口（见第 8 章的表 8—2）
- 工业生产（见第 9 章的表 9—2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

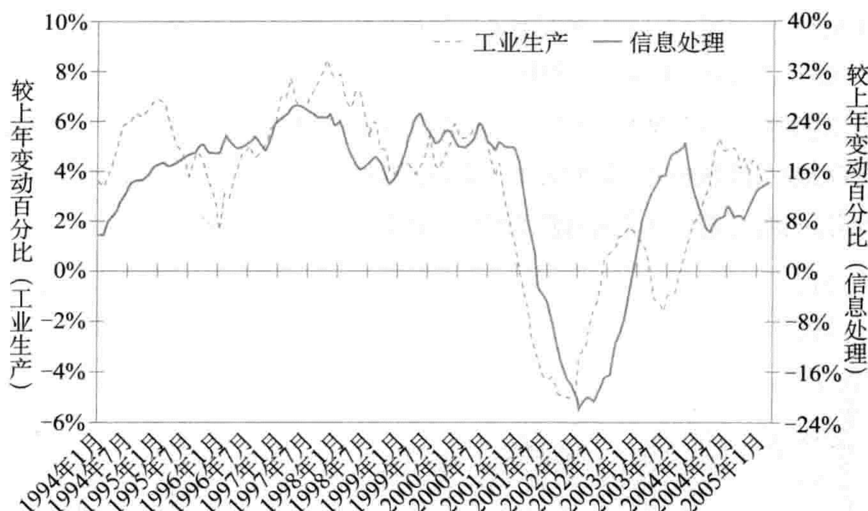


图 12—7 工业生产与信息处理

说明：工业生产所包含的信息处理和相关设备部门的表现要远远胜于总体工业生产。这是计算机业务的企业设备领域。要注意这一部门在 2004 年和 2005 年早期当消费品行业处于下降状态时仍保持了稳健增长。这可能表明致力于企业部门的高科技公司要比仅服务于消费者的高科技公司拥有更好的收入来源。

资料来源：联邦储备委员会和哈弗分析。

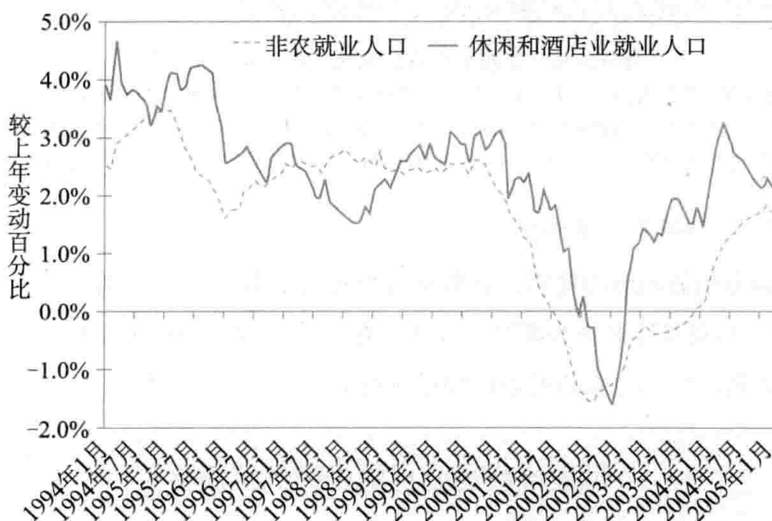


图 12—8 非农就业人口与休闲和酒店业就业人口

说明：图中显示，在 2003 年和 2004 年，休闲和酒店业的复苏速度要高于整体就业。或许这是购买酒店类股票的好时机。

资料来源：劳工统计局和哈弗分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月度数据经常会波动，必须对其持保留态度。对股票价格和经济指标的变动进行比较的最好方法是看二者的年度百分比变化。这使我们能够对同等规模的变量进行比较。否则，投资者所看到的股票价格可能是 0～100 美元不等，而经济指标值可能是数百万或数十亿美元。通过监测至少五年的长期趋势，最好时间长到在监测期内包含了经济的扩张和衰退，投资者将收集到他们希望研究的足够的行业数据。当要确定某些股票是否值得投资的时候，监测经济趋势的过程能够帮助最小化交易成本，最大化投资利润。

你该如何去做这方面的研究？这有些费时间，但却是可以做到的。首先，选择你的股票。让我们假设你对家得宝感兴趣，因为你每周六都会在那里花上大量的时间和金钱，并且看到它总是顾客盈门。收集家得宝的收盘价，然后你就可以选择用你喜欢的方式来编制数据——可以计算月平均水平，或仅使用月底价格，甚至使用每月中旬的价格。我能够从微软网站 http：//www. msn. com 上在线获取价格信息（最高价、最低价、收盘价和交易量）。也许还有一些更好的收集数据的网站，但这个网站非常简明，收集数据只需要几分钟的时间。（我的同事推荐雅虎财经，网址为 http：//finance. yahoo. com，其数据也是免费的。）

下一步就是思考哪些经济指标能够向你提供建筑商店销售额变化的线索。答案很明显，当然是利率。利率上升会抑制与住房相关的支出，而利率下降会推动建筑业的交易。使用何种利率并不重要，但由于住房通常与长期利率绑定，因此试着使用 10 年期国债收益率或抵押贷款利率。你可以很容易地从美联储网站 www. federal reserve. gov 上获得这些信息（见图 12—9（a）～（c））。

其他经济指标也会影响人们对家得宝所销售商品类型的消费。例如，消费者会在收入上升时增加消费。可支配收入是另一个需要考虑的变量。可支配收入数据每月发布，历史数据可以从经济分析局的网站 www. bea. gov 上获取（见图 12—10（a）和（b））。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 12—9（a） 家得宝股价与利率

说明：毫无疑问，利率的变化会显著影响家得宝的股票价格。从图中我们可以看到由美联储控制的 10 年期国债的收益率（固定利率抵押贷款利率的基准）以及联邦基金目标利率。尽管利率和家得宝股价之间存在相互关系，但从股票价格水平来看这一关系并不明显。

资料来源：联邦储备委员会、哈弗分析和 www.msn.com。

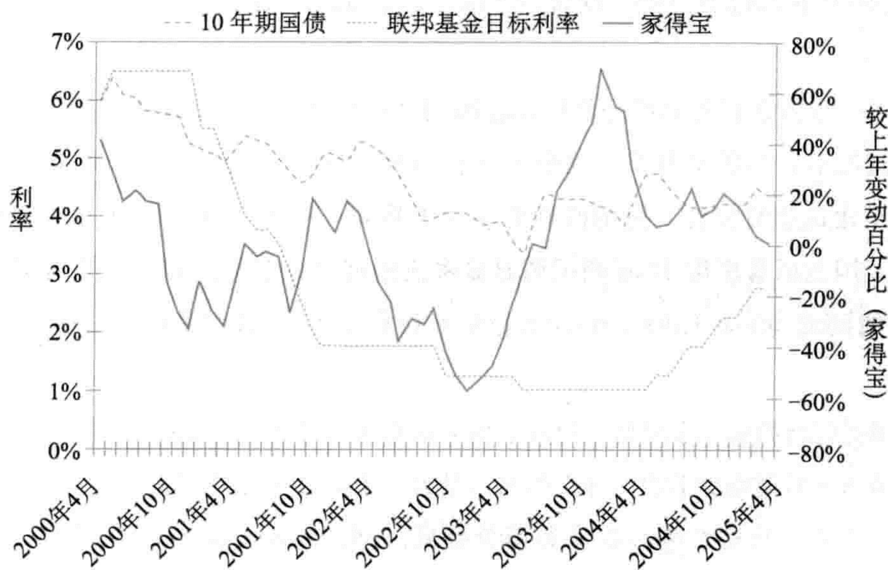


图 12—9（b） 家得宝股价与利率（续）

说明：此处将利率水平与家得宝股票价格的年度变动进行比较。月底的水平与上年同期进行比较。可以看出股票价格的年度变化与利率之间的关系更为显著。

资料来源：联邦储备委员会、哈弗分析和 www.msn.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

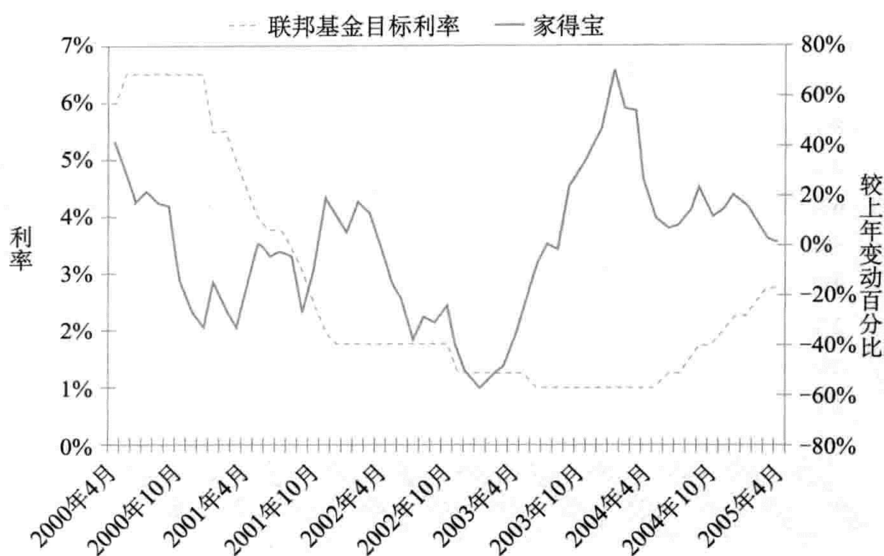


图 12—9（c） 家得宝股价与利率（续）

说明：联邦基金目标利率与家得宝股票价格变动的联系比 10 年期国债更为紧密。（要记住，在 2004 年大多数时间和 2005 年初，长期国债收益率并未对美联储政策变化做出反应。）毫无疑问，利率上升的环境对家得宝的影响是负面的。这是一个非常容易想明白的问题——不需要图表来举例，但这些图表显示了辨明经济指标与股票价格间关系的整个过程。

资料来源：联邦储备委员会、哈弗分析和 www. msn. com。

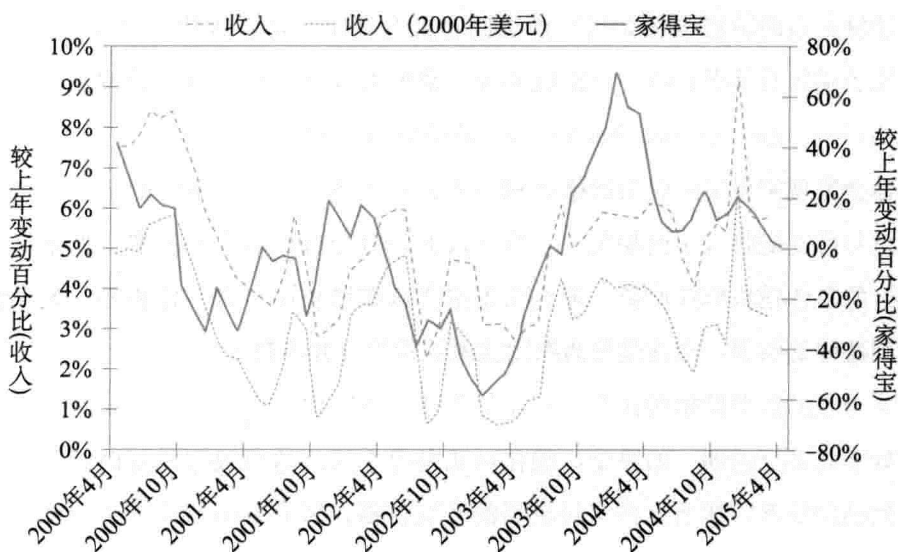


图 12—10（a） 家得宝股价与收入

说明：将数十亿美元的可支配收入与股票价格水平进行比较不会揭示任何信息。将可支配收入的年度变化、经通货膨胀调整的可支配收入（2000 年美元）的年度变化，以及家得宝股票价格的年度变化进行比较会更为可行。它们之间的相互关系似乎是存在的。但实际收入并没有比当期美元收入提供更多的信息。

资料来源：经济分析局、哈弗分析和 www. msn. com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

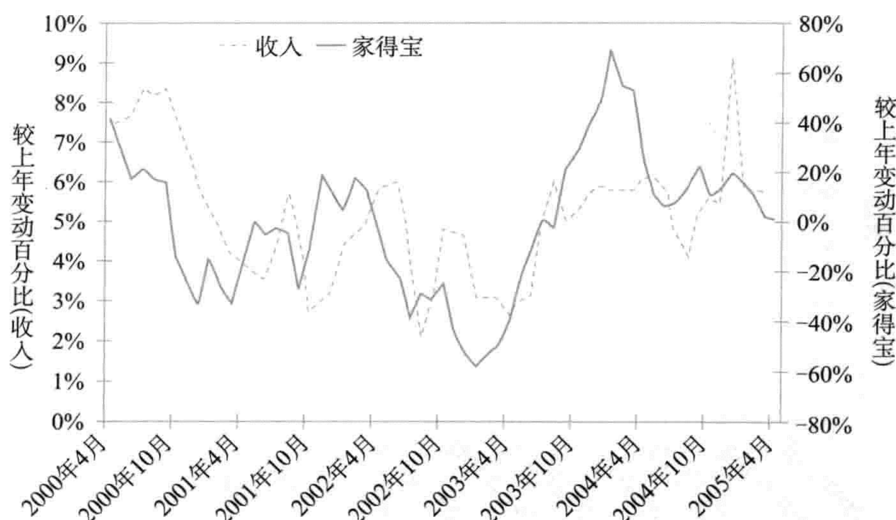


图 12—10（b） 家得宝股价与收入（续）

说明：此处是当期美元衡量的可支配收入年度变化与家得宝股价年度变化的比较。图中显示随时间推移二者的变动方向大致相同。当然，我们知道 2003—2004 年家得宝股价的剧增是源于极低的联邦基金目标利率。这告诉我们利率和收入水平都会对家居建材产生影响。因此，当企业处于利率上升的不利环境，家得宝商店的收入下降可能会因可支配收入的持续稳健增长而得以缓解。

资料来源：经济分析局、哈弗分析和 www. msn. com。

建材商店的销售情况如何？销售额是上升还是下降？零售额数据每月发布，建材商店销售额是报告的一个组成部分。数据可以从人口普查局的网站 http：//www. census. gov/cgi-bin/ briefroom/BriefRm 上获得。

你会发现家得宝的股票价格在利率上升时下降，在利率下降时上升。家得宝股价也与可支配收入正向相关——当收入上升时会有更多人来消费。如果所有建材商店的总体销售额在增长，那么家得宝应该在增长中占有一定份额。**如果你没有看到这样的结果，或许是因为家得宝的经营状况并不是太好。**

家得宝的股票价格现在是下跌还是上涨？问问你自己它的下跌是否是因为美国正处于经济衰退期。如果是，现在可能是考虑买入这只股票的好时机。如果一直等到经济复苏，那么你将支付更高的股票价格。家得宝的股价在上升吗？美国经济是否处于扩张期？家得宝的股价是否还有上涨的空间？我们是否已经接近于经济扩张的顶峰——并且已经接近价格的顶点？

家得宝的主要竞争对手劳氏的表现如何？该公司的股票是强于还是弱于家得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宝？劳氏的增长前景比家得宝好还是差？

关注建材商店销售额的决定因素（利率、可支配收入）可以指导你制定购买计划或决定购买时点。你或许发现家得宝确实是一个很好的公司而且你希望购买其股票——但是是在未来几个月当经济状况变化，产生更好的股票价格的时候。当你考虑购买股票时，在心里设定价格目标以及购买期限是一个好主意。否则，股票价格很可能在你有机会购买的时候就已经开始迅速上涨了。永远都要记住，你的主要目的并不是获取绝对最低的股票价格——即便正确分析了经济环境，我们也无法洞察一切。

假设你已经拥有了家得宝的股票，是你在一年前经济蓬勃发展时购买的。最近，你的每月经纪对账单显示股票价格已经接连几个月下降了。你是否应该将其卖出？这取决于你心里是否有一个出售的目标价格。你的目标价格是否已经达到？你是否担心你会失去部分利润？如果考虑好了，那么就卖吧。**但是**，或许在一年前当你购买家得宝股票的时候，你的本意是长期持有，因为在你看来，公司具有非常大的潜力。在这种情况下，你需要考虑到底是什么发生了变化。公司基本面是否发生了改变？是否有新的 CEO 执掌公司？家得宝的产品结构是否发生了变化，所以这些日子在那里购物的顾客减少了？

或许——而且更有可能的是，经济状况改变了，这导致消费者需求（不仅仅是对家得宝商品，而且是对经济中所有的商品和服务的需求）的下降。公司的基本面是否健全？公司的基本面因素是否和你当初购买股票时一样？如果答案是肯定的，你或许可以考虑以便宜的价格继续买入家得宝股票。日后你的利润将会增加。这是一个容易的决定吗？当然不是！当股票价格下降时，做出购买股票的决定是非常困难的。在经济衰退期间，仿佛一切都是暗淡的，我们似乎永远无法从中恢复过来。但是，这往往是购买股票的最好时机。低买高卖是最好的投资方式。

很少有人讨论出售股票的决定。在过去，2000 年股灾之前，专家们建议投资者进行长期投资，长期持有他们的股票（近乎永远持有）。而现在，许多金融专家们更倾向于建议投资者灵活地操作，在更短的时间里像经常购买股票那样经常卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多个人投资者倾向于购买一些股票进行短期投机，再购买另一些股票用于获取长期受益。我的丈夫在几年前购买了 Marvel 漫画公司的股票，期望第一部《蜘蛛侠》电影票房大卖，Marvel 公司的股票能从中获益。电影票房表现上佳——Marvel 公司的股票也是如此。尽管他将其视作一个短期的投机性操作，但他仍然持有股票直到价格翻了一番才将其卖出。如果他能再多持有一年，他就能够从翻了两番的价格中获得更高利润。（不过，来得容易，去得也快。）在我们家的投资组合中也有若干在购买时就准备用来进行长期投资的股票。我们已经持有它们多年了，而且我们偶尔会对这些公司进行分析，看看我们是否愿意保持现有的头寸、出售一些头寸，或者在合适的时机（当股票价格不时下跌的时候）再购入一些头寸。

利用机会

彼得·林奇的选股原则是买你所了解的东西。我们都有自己的爱好，我们也都看到了趋势的发展。若干年前，我看到越来越多的人购买摩托车。“婴儿潮”一代正在用他们的可支配收入购买他们梦想中的机器。而摩托车的制造商包括：本田、川崎、杜卡迪、凯旋、宝马，以及美国人最爱的老品牌哈雷-戴维森。其中，很多都是外国制造。而即使我可以在美国证券交易所购买本田公司的 ADR（美国存托凭证，使投资者能在美国购买外国公司的股票），我也只会购买本田的产品（汽车、卡车、越野车、剪草机）。我希望更为直接地了解摩托车制造商，所以决定对哈雷-戴维森进行研究。

我不是一个频繁交易者，也从不轻率做出投资决定。因此，我监测哈雷-戴维森公司已很长一段时间。在 2001 年，美国陷入经济衰退，哈雷-戴维森公司股票价格下跌。我非常紧张，但无论如何早就应该买入了。（看，在低点买入并不像听起来那么容易。）我错过了机会，因为当我们仍然处于衰退的时候股票价格就开始上涨了，就像这类耐用消费品一样。哈雷-戴维森公司的股价迅速上涨，而我觉得 P/E 比率（市盈率）对我而言太高了。（一些金融分析师认为市盈率并不重要，但我往往会将我所分析的股票的平均市盈率与所在行业的平均值进行比较。市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也称价格/收益乘数，等于每股市场价格除以每股收益。）

在“9·11”事件之后，许多耐用消费品制造商的股票价格大幅下跌。我非常强烈地感觉到美国将从“9·11”的创伤中恢复，并在 2001 年的最后几个月考虑购入这只股票，但股票价格再一次在我有机会进行购买之前就迅速上涨了。

最终在 2002 年经济活动放缓，这成为我最终购买哈雷-戴维森公司股票的机会。在很长的时期内，我进行了基本面分析，如“婴儿潮”人口增长、低利率水平，以及经济复苏，并据此做出了投资决定。哈雷-戴维森也具有很强的神秘感，还记得电影《逍遥骑士》吗？这在其他品牌上并不多见。几年来，哈雷-戴维森是我投资组合中表现最好的股票。在 2004 年，股票价格几次超过 62 美元；我很喜欢公司定期进行股利支付，且经济运行依然强劲。

但到了 2005 年初，经济状况开始发生改变了。当 2 月份股票价格再次在 62 美元徘徊时，我考虑要出售我的头寸。但市场分析师预期价格在 2005 年和 2006 年还会更高。由于我的贪念，我听从了分析师的预测（往往不应该全信），而不是关注经济增长放缓的新闻。自然而然，在 2005 年 4 月，当有消息称即将发布的生产目标将会降低，盈利预期在短期内无法达到时，股票价格急剧下跌。幸运的是，我获利退出了，但盈利远低于若在年初退出所能够获得的利润。

通过花时间分析股票和监测经济形势，人们确实能够做好利用投资机会的准备。但如果你没有做预先研究，你并不总能知道是否该去冒这个风险。追踪经济趋势会使购买和出售决策的制定相对容易，尽管在股价大幅下跌的时候做出购买决定并不容易。还要记住的是，不要太贪婪。

如何选择经济指标进行股票分析？

乍一看，你可能会认为选择经济指标对股票进行分析是非常困难的。事实上，如果你遵循几个简单的步骤，即使你没有经济学学位也是可以做到的。那些更喜欢自己制定投资决策和喜欢购买个股（与共同基金相对）的投资者对于他们的选股很可能有很好的理由。例如，我看到路上有很多的摩托车，这使我考虑投资于哈雷-戴维森的股票，而你则可能喜欢蔻驰手袋的质量、诺德斯特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

龙的优质服务，或塔吉特的优惠价格。（信息披露：在本书写作时，我并不拥有上述的任何股票。）

- **一旦你选好了公司，就可以进入公司的网站，并阅读其财务报表。**你要了解它们的主营业务。例如，如果你所选择的是通用汽车或福特汽车，你感兴趣的应是它们的汽车销售收入、卡车销售收入、租赁收入以及汽车融资收益。它们是否还有任何其他的业务？事实证明，通用和福特都从它们的融资服务中获得了可观的利润。这意味着汽车销售和融资是你至少应该监测和分析的两个方面。通用汽车金融服务公司在近些年还从其抵押贷款业务中获得了大额的利润。

- **考虑是什么因素使业务运行。**在这个例子中，是什么原因导致消费者购买汽车？毫无疑问，可支配收入起到了重要作用。因为消费者需要为其汽车购买进行融资，低利率也会有助于这项业务。此外，消费者在经济衰退、失业率快速上升时不大会购买大件商品。

- **通用和福特的汽车融资当然取决于汽车销售水平。**尽管如此，这一业务也受到市场利率的影响。与流行的观点相反，低利率水平比高利率水平更有益于融资活动，因为在低利率环境下，获得高利润的机会更大。

- **查看在本书中描述的可能会对业务造成影响的经济指标。**初次尝试确定影响通用和福特股价的因素，我会考虑以下经济指标：可支配收入（每月发布的个人收入数据）、失业率（每月发布的就业形势报告），以及利率（联邦公开市场委员会的决定）。

汽油价格无疑在汽车销售中发挥了作用，但汽油价格对汽车销售的影响并不是那么直接。汽油价格上涨可能有利于小排量汽车或混合动力汽车的销售，不利于高耗油车辆的销售。如果通用或福特公司提供了比其竞争对手更大份额的混合动力汽车或卡车，这将会对其股价产生正面影响。

毫无疑问的是，一些公司比其他公司更容易分析。与房地产相关的公司受到利率的影响，消费支出取决于消费者收入。一旦你开始研究生产多类型商品和服务的公司（如通用电气），尽管不是不可能，但对经济指标的分析就变得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更为困难。如果你无法弄清楚公司为什么以其现行的方式运行，那么你就不知道是什么驱动了其价格的变化。在这种情况下，你为什么还要购买它的股票呢？

本章要点

- 监测经济状况能够在你购买住房或为抵押贷款再融资时帮助你确定究竟是固定利率贷款还是可调整利率贷款是最优的抵押贷款选择。
- 监测经济状况可以帮助你确定购买或出售固定收益证券的最佳时机。
- 经济指标可以用于长期战略性投资决策制定，而不是日间交易决策的制定！
- 研究商业周期，各经济部门会在周期的不同时点有优于其他部门的表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 A

信息来源的优中之优

自 1993 年本书第一版出版以来，互联网的发展已经使数据和信息的可用性发生了巨大的变化。就在十年前，如果不付费，人们是不可能即时获取经济指标报告的。你必须要订购昂贵的新闻服务，或花一大笔钱让统计机构为你发送新闻传真。即使在 1998 年，当本书第二版问世时，也并不是所有的政府机构都会在预定的发布时间将其经济指标发布在网上。你必须要向新闻专线服务或数据供应商或政府的统计机构订购数据。尽管专业投资者仍然需要向新闻专线服务或数据供应商订购最新的信息，但现如今个人投资者也能够在合理的时间范围内获取大多数的信息。

什么是合理的时间范围？

许多统计机构会在官方数据发布后的 5 分钟之内将经济指标报告发送到你的电子邮箱中。有些电子邮件时间稍晚，可能为 10 到 15 分钟之间。在发布的同时，这些数据就可以在政府的网站上获得了。最佳的数据来源取决于你的需求。如果你是一名专业投资者或交易商，及时性是至关重要的，那么你无法避免地要购买新闻专线服务。如果你当前并不交易，只是制定长期投资决策，那么你就可以多等几分钟，并从网络获取所需信息。网络上的资源非常丰富且大多数都是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免费的，而互联网上的付费资源则更具有及时性。附件 B 涵盖了我们在这本书中所讨论的经济指标的主要网址。网址随时间推移会有所改变，但统计机构的主页地址往往是不变的。在任何情况下，使用快速的网络搜索通常都会产生满意的结果。

鉴于当前经济数据和新闻如此容易收集，我没有必要在这里提供一个资源的清单，它们有可能在未来的几年无法使用。出于这个原因，我决定仅在下面列出出版物以及我认为是“优中之优”的经济新闻来源。毫无疑问，你们中的有些人会有其他可用的选择，但我强烈推荐在本章中介绍的数据来源。

出版物

联邦政府的统计机构发行大量的出版物。在过去，统计机构会对这些出版物收费，但现如今，它们可以从网络上免费获得。那成本呢？你自己的纸张和打印机碳粉。在过去，阅读每月的出版物不仅仅是为了获取相关的文章，也是为了获取大量的经济指标。而现在，经济数据可以随时从网上获得，并具有极高的时效性。尽管如此，由不同统计机构发布的专题文章仍然是非常有用的。

■ **《总统经济报告》** 即使你有更为及时的数据来源，我还是强烈推荐《总统经济报告》。尽管我们有先进的计算机和宽带无线技术，但当你只是需要几个历史细节的时候，从书架上取一本书往往更为有效。总统的经济顾问委员会负责撰写这一报告，报告提供了诸如就业、生产、实际收入和联邦预算支出等主题的当前及未来可预见的趋势。在美国政府预算提交后的 10 天之内，《总统经济报告》被递交给国会。包括额外建议和/或修订建议的补充报告也会递交给国会。在 2005 年，《总统经济报告》可以从以下网址获得：http：//www. gpoaccess. gov/eop/index. html。

■ **《现代商业概览》** 最好的月度出版物是由美国商务部发布的《现代商业概览》。它定期对国民收入账户、区域发展趋势、资本形成和外国投资进行专题报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告。该报告尤其有用是因为它总是提醒用户即将发生的国民收入和生产账户的变化。这一出版物可以从网上获得，网址为：http：//www. bea. gov。

■ **《联邦储备公报》** 联邦储备委员会在《联邦储备公报》中发布专题文章。这一月度公报每个月都包含各种主题的分析文章。它可以从网上获取，网址为：http：//www. federalreserve. gov。

■ **《每月劳工评论》** 美国劳工部出版月刊《每月劳工评论》，该杂志致力于通货膨胀和劳动力问题。

通过浏览由经济分析局、劳工统计局、人口普查局、联邦储备委员会和白宫主办的网站，你能够找到所有你可能需要的经济信息。

数据供应商

经济数据也可以从私人部门获取，但这些数据是需要付费的。不过考虑到可以从一个地方很容易地获得你所需要的全部数据，节省大量时间，这无疑是物有所值的。有若干经济数据供应商可供选择，你可以进行在线搜索。多年以来，我曾使用过几家数据供应商，其中哈弗分析是最好的。数据可靠且非常及时（在经济数据发布的几分钟内）。你可以从它的网站获得信息，网址为：http：//www. haver. com。

哈弗分析提供两种类型的服务。如果你订阅了它的数据库服务，你将获得特殊的软件，能够帮助你快速地建立图表。你可以订阅已建成的数据库，或者定制适合你个人（或公司）需求的数据库。如果你并不经常使用经济和金融数据库，只是偶尔需要下载经济数据，那么你可以使用哈弗选择服务。这一服务允许你直接从网页上将经济或金融数据以 Excel 表格的形式下载到你的电脑里。没有比这更容易的事情了，全世界的数据都在你的指尖上，无论你是寻找每日、每周、每月、每季度还是每年的美国——或国际——数据。

在大多数情况下，我使用哈弗分析来为本书中的图表和表格收集数据，我发现这比从每一个网站来收集信息要容易得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济日历

那些对定期监测主要经济数据发布感兴趣的人可能会去每一个政府网站收集发布日期。但事实上，更简单的方法是浏览 http://www.econoday.com 网站。该网站以日历的形式提供了主要经济指标和国债拍卖的发布日期。

Econoday 的基本日历（被授权至各种网站并无偿向用户提供）显示了主要经济指标发布、国债拍卖以及美联储主席是否发言的日期。每一个指标的简要定义都用简明的英语在日历上列出，因此你不需要随时随地带着这本书。

你会发现不同版本的 Econoday 日历包含了各种类型的信息，包括当前经济和市场评论以及关于美国和世界经济的每周文章。但就像你无法在一个百货店找到 CK 整条生产线的服装一样，网站也并没有涵盖 Econoday 的所有产品。

最为完整的日历可以在 http://www.econoday.com 获取，从中你可以获得非常丰富的材料。每天都有针对经济指标和金融市场活动的评论。还提供对美国经济（“纯粹经济学”）以及针对 G7 国家（“国际视野”）的每周总结。此外，间或发布的文章（“短评”）涵盖的内容一应俱全。“美联储观察”部分及时更新由美联储监测的主要经济指标信息。除此之外，追溯至 1990 年的美联储政策行动在一个易于读取的表格中列出。“债券市场”板块提供了国债发行公告和拍卖信息。“国家概况”使你能够迅速对 G7 国家的经济状况做出评估。

除了网上的信息，你还可以订购 Econoday 产品将日历同步到你的微软 Outlook、掌上电脑或黑莓手机。缩略版的日历可以帮助你获得所需的全部信息，甚至当你在旅途中也是如此。

作为额外的福利，Econoday 在线还提供追溯至 2000 年的经济指标和金融市场行为的历史信息。你想知道为什么在 2000 年 5 月 5 日股票价格飙升，债券价格暴跌吗？Econoday 在线将会告诉你。当我撰写此书时，我不止一次用过日历的这一功能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新闻供应商

作为个人投资者，能够找到一个（或一个以上）网站轻松获取你所需要的金融新闻是很重要的。我使用 http：//www. bloomberg. com 来获取金融数据（股票、债券、商品的市场收盘信息，等等）以及对当前（金融）事件的报道。彭博的免费在线版本可能不如它的订阅服务那样强大，但它也提供了非常丰富的信息。

每日财经新闻

主要的财经新闻供应商都提供在线服务，尽管其中大多数已经不再免费。《华尔街日报》、《金融时报》以及《纽约时报》的商业部分很好地涵盖了美国的经济和金融新闻。如果你的阅读时间有限，而且主要对美国的商业感兴趣，那么《华尔街日报》就非常适合你。但如果你具有全球化的生活和金融视野，那么《金融时报》是一个功能强大的新闻供应商。如果你可以阅读以上全部，你的知识体系将非常完备，并在经济和金融水平测试中获得高分。

我的同事说

当我把这一章给我的同事看的时候，他们指出了一些我没有提及的新的资料来源。所以我决定让他们来推荐自己的最爱。

安妮·皮克尔，Econoday 的国际经济学家说："想要了解美国经济的运行，很有必要获得局外人的观点，即来自于海外的观点。我最喜欢的且没被埃维莉娜提及的资料来源是《经济学人》。再加上《金融时报》，你将对美国经济以及它与世界其他国家的相互联系有更为客观和全面的了解。"

马克·彭德，Econoday 的特约编辑和国际市场新闻特约撰稿人说："我做大部分的工作都使用雅虎财经（http：//finance. yahoo. com），它包含了无限的免费和即时商业信息，尤其是公司新闻。该网站是获取新闻稿的单一来源，而新闻稿往往是被忽视的商业信息来源——最直接最可靠的来源。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 B

统计机构发布的经济指标

报告中的主要经济指标如下所示：

经济分析局（www.bea.gov）

国内生产总值

GDP

GDP 平减指数

国民收入和公司利润

公司利润

商品和服务的国际贸易收支

商品贸易余额

国际交易

经常账户

个人收入和支出

个人收入

个人消费支出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人储蓄率

劳工统计局（www. bls. gov）

消费者价格指数

CPI

扣除食品和能源的 CPI

链式加权 CPI

就业成本指数

ECI

ECI—工资和薪金

ECI—福利成本

就业形势

失业率

非农就业人口

平均每周工作时间

平均时薪

进口和出口价格

进口价格指数

出口价格指数

JOLTS（职位空缺及劳动力周转调查）

生产者价格指数

PPI—制成品

PPI—中间产品

PPI—原材料

生产率和成本

非农生产率

单位劳动力成本

人口普查局（www. census. gov/cgi-in/brieffroom/BriefRm）

建筑支出

新屋开工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新单户住宅销售

零售及餐饮服务

零售电子商务销售

耐用品先期报告

制造商出货、订单和存货

制造业和贸易销售额及存货

批发贸易销售额及存货

服务业季度调查

能源部（www. eia. doe. gov）

EIA 原油库存报告

就业和培训部（www. doleta. gov）

新申请失业救济人数

继续申请失业救济人数

美国联邦储备系统（www. federalreserve. gov）

工业生产

产能利用率

消费者分期付款信贷

资金流动

褐皮书

联邦公开市场委员会声明

联邦公开市场委员会会议纪要

货币总量

帝国制造业调查（纽约联储）

商业前景调查（费城联储）

美国财政部（www. treas. gov）

财政部国际资本流动报告

月度预算报告

国债拍卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国农业部（www. usda. gov）

农产品价格

密歇根大学调查研究中心（www. isr. umich. edu/src）

消费者信心

经济咨商局（www. conference-board. org）

消费者信心

招聘求职广告指数

先行经济指标指数

全国房地产经纪人协会（www. realtor. org）

现房销售

成屋待完成销售指数

供应管理协会（www. napm. org）

ISM 制造业调查

ISM 非制造业调查

抵押贷款银行家协会（www. mbaa. org）

MBA 购买申请

全国住房建筑商协会（www. nahb. org）

NAHB/富国银行房屋市场指数

美国采购经理人协会芝加哥分会（www. napm-chicago. org）

芝加哥采购经理人指数（NAPM-Chicago）

怪兽公司（www. monsterworldwide. com）

Monster 就业指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注 释

第 1 章 周期、市场与参与者

1. Business Cycle Dating Committee, "The NBER'S Business-Cycle Dating Procedure," National Bureau of Economic Research, 21 October 2003. 该文档可以在以下链接下载：http：//www. nber. org/cycles/recessions. pdf。

2. 同上。

3. Geoffrey Moore, *Business Cycles*, *Inflation*, *and Forecasting*: *NBER Studies in Business Cycles*, *no*. 24, 2nd ed. (Cambridge, MA: Ballinger, 1983), 189-196.

4. 同上，196-201。

5. Ray Stone, "Looks like October Payrolls are up 116，000," *SMRA. com*: Stone & McCarthy Research Associates, 5 November 1998.

6. Staff, "US March IP 'Inadvertently' Posted Early on Web," *Market News International*, 15 April 2005.

7. *Econoday* 的 Mark Pender 告知作者，2005 年 4 月 5 日。

第 2 章 国民收入和生产账户

1. Alan Murray, "The Outlook: Investment Credits: A Temporary Answer," *Wall Street Journal*, 20 December 1991, A1.

2. Ray A. Smith and RyanChittum, "Real Estate's Foreign Affair," *Wall Street Journal*, 9 March 2005, B1.

3. Bureau of Economic Analysis, "Comprehensive Revision of the National Income and Product Accounts: 1929 through Second Quarter 2003," *BEA. gov*: News 10 December 2003.

4. 经济分析局的 Nicole Mayerhauser 告知作者，2005 年 4 月 20 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. Kenneth Petrick, "Comparing NIPA Profits with S&P 500 Profits," *Survey of Current Business* 81, no. 4 (April 2001): 17.

6. Evelina Tainer, "Comparing Profits: NIPA vs. S&P 500," *Econoday.com*, 24 March 2004.

第 3 章　消费领域

1. MichaelNiemira, "ICSC-UBS Weekly Chain Store Sales Index: History Methodology and Use," *ICSC Research Quarterly* 11, no. 3 (Fall 2004): 8-13.

2. "Retail Averages Methodology," *LJR Redbook Research*, 10 September 1997. 红皮书的 Catlin Levis 确认这种方法现在仍在使用。

3. Ray Stone, "US Snowstorm to Hit Retail Sales, Other Data," *Market News International*, 19 February 2003.

4. Dan Roberts, "Data Point to Firm Seasonal Sales Growth," *Financial Times*, 28 December 2004, 12.

5. Susan M. Sterne, "It's All About Wealth," *Business Economics*, July 2005, 37.

6. Cambridge Consumer Credit Index, "Cambridge Consumer Credit Index— About the Index," *CambridgeConsumerIndex.com*: Cambridge Consumer Credit Index 2005. http: //www.cambridgeconsumerindex.com (6 June 2005).

7. Richard T. Curtin, *Index Calculations* (Ann Arbor: Survey Research Center, University of Michigan, 1992).

8. Richard T. Curtin, *The Consumer as a Macroeconomic Forecaster: Accuracy of Consumer Attitudes and Expectations* (Ann Arbor: Survey Research Center, University of Michigan, 1992).

9. Fabian Linden, "The Measure of Consumer Confidence," *Across the Board: The Conference Board Magazine* 16, no. 4 (April 1979).

10. Justin Lahart, "Ahead of the Tape—Today's Market Forecast," *Wall Street Journal*, 28 December 2004, C1.

11. TIPP Online, "The Economic Optimism Index," *Tipponline.com* May 2005. http: //www.tipponline.com/eoi-index.htm.

第 4 章　投资支出

1. Brian Carey and Irene Chao, "The Mortgage Market's Leading Indicators," *Mortgage Finance Review* 4, no. 6 (November-December 1996).

2. *New York Times*, 27 September 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. Jon Hurdle, "U. S. to Include Rebuilding in New Housing Starts Definition," *Market News International*, 25 September 1992.

4. Kim Clark, "Through the Roof," *U. S. News and World Report*, 6 June 2005, 46-47.

5. Kenneth Gilpin, "The Numbers They Love to Hate," *New York Times*, 17 April 1988.

6. U. S. Census Bureau and U. S. Department of Housing and Urban Development, "New Residential Construction in February 2005," *U. S. Census Bureau News Joint Release* (Washington, D. C.: U. S. Department of Commerce, 16 March 2005), 1.

第 5 章 外贸部门

1. John M. Berry, "U. S. Fed Worries About Global Risks," *Bloomberg*, 2 June 2005.

2. Floyd Norris, "Trade Surplus Turns to Rubbish," *Seattle Post-Intelligencer*, 18 January 2005, C1-2.

第 7 章 通货膨胀

1. "The Bears Appear," *The Economist*, 16 April 2005, 64.

2. Katia Hetter, "Outguessing El Nino," *U. S. News and World Report*, 8 December 1997.

3. Timothy Aeppel, "An Inflation Debate Brews Over Intangibles at the Mall," *Wall Street Journal*, 9 May 2005, A1.

4. 同上。

5. "A Productivity Primer," *The Economist*, 4 November 2004.

第 8 章 劳动力市场

1. Jay Meisenheimer 与作者在电话通话时告知，1997 年 11 月。Meisenheimer 是劳工统计局的一名经济学家。

2. Laurence H. Meyer, *A Term at the Fed* (New York: HarperBusiness, 2004), 37.

3. Hudson, "Worker Confidence Falls to Lowest Level in a Year and a Half," *Hudson Employment Index Press Release*, 1 June 2005.

4. Harry Hurt III, "Economic View: Help Wanted (for a Better Way to Count Jobs)," *New York Times*, 14 November 2004.

第 9 章 其他生产指标

1. Federal Reserve, "Industrial Production and Capacity Utilization," *Federal Reserve Statistical Release*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

G. 17, 15 October 2004.

2. 供应管理协会的 Terri Tracey 告知作者，2005 年 4 月 7 日。

3. Mark Pender 告知作者，2005 年 5 月。

4. Michael E. Trebing, "What's Happening in Manufacturing: 'Survey Says . . ,'" *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, September/October 1998, 26.

5. Timothy Schiller and Michael Trebing, "Taking the Measure of Manufacturing," *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, issue Q4, 2003, 16.

6. Richard Deitz and Charles Steindel, "The Predictive Abilities of the New York Fed's Empire State Manufacturing Survey," *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance* 11, no. 1 (January 2005), 3.

7. 同上，6.

8. Mark Pender 告知作者，2005 年 5 月。

9. Michael Boldin, "The Cyclical Indicator Approach," *The Conference Board Business Cycle Indicators*, January 1997.

10. JustinLahart, "Ahead of the Tape-Flashing Indicator," *Wall Street Journal*, 19 May 2005, C1.

第 10 章 联邦储备系统

1. Alfred Broaddus, *A Primer on the Fed* (Richmond, VA: Federal Reserve Bank of Richmond, 1988).

2. "A License to Lose Money," *The Economist*, 30 April 2005, 74.

3. Frederick H. Schultz, "The Changing Role of the Federal Reserve," The Federal Reserve Bank of St. Louis Review 87, no. 2, part 2 (March/April 2005), 343-348.

4. GregIp, "Core Inflation is Heading Higher," *Wall Street Journal*, 24 February 2005, A2.

5. Steven K. Beckner, *Back from the Brink: The Greenspan Years* (New York: John Wiley & Sons, 1997).

6. 同上。

7. Laurence H. Meyer, *A Term at the Fed* (New York: HarperBusiness, 2004), 51, 53.

8. Board of Governors of the Federal Reserve System, *Monetary Policy Report to the Congress*, *July* 20, 2000 (Washington, DC: U. S. Government Printing Office, 2000).

9. M. A. Akhtar, *Understanding Open Market Operations* (New York: Federal Reserve Bank of New York, 1997).

10. Rachel Wildavsky, "Second Most Powerful Man in America," *Reader's Digest*, December 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11. Meyer, 137-138.

12. Dean Foust, "Alan Greenspan's Brave New World," *Business Week*, 14 July 1997.

13. Agnes T. Crane, "At the Fed, Sometimes Words Speak Louder than Actions," *Wall Street Journal*, 1 April 2005, C4.

14. Steven K. Beckner, "Fed's Stern: Need Worse Inflation Prospects to Tighten Faster," *Market News International*, 20 January 2005.

15. Steven K. Beckner, "Fed's Poole: FOMC Ready 'to Move More Aggressively' vs. Inflation," *Market News International*, 20 January 2005.

16. Meyer, 74.

17. Andrew Balls, "Fed Policy Watchers Find Language Less Helpful," *Financial Times*, 4 May 2005.

18. Andrew Balls, "Fed's Error Highlights Policy Role of Inflation," *Financial Times*, 3 May 2005.

19. Federal Reserve Board, "FOMC Statement," *Federal Reserve Board Press Release*, (Version 2), 3 May 2005.

20. Caroline Baum, "Rushed Fed Minutes Could Use a Good Rewrite Man," *Bloomberg*, 6 January 2005.

21. "Aiming for a Happy Medium," *The Economist*, 18 December 2004.

第 11 章　财政部

1. U. S. Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*, December 2004, 24-25.

2. Terry Sheehan, "Chronology: US Treasury Debt Limit Maneuverings ' 93-' 04," *Market News International*, 14 November 2004.

3. Joanne Chung, Jennifer Hughes, and GillianTett, "Long Bonds are Back," *Financial Times*, 15 May 2005.

4. Bureau of the Pubic Debt, "Treasury Reopenings," *publicdebt. treas. gov* 27 July 2005. http://www. publicdebt. treas. gov/sec/secreo. htm.

5. Jane J. Kim, "Wall Street Pushes Inflation Protection," *Wall Street Journal*, 5 May 2005.

6. Paul F. Malvey and Christine M. Archibald, "Uniform-Price Auctions: Update of the Treasury Experience," Office of Market Finance, U. S. Department of the Treasury, October 1998.

7. Mark Whitehouse, "Yield Curve May Be Sending a Signal," *Wall Street Journal*, 9 May 2005, C1.

8. Alan Greenspan, "Central Bank Panel Discussion to the International Monetary Conference, Beijing, People's Republic of China," (via satellite) 6 June 2005.

9. Philip Coggan, "The Short View: Are Bond Markets Rational?" Financial Times, 25 May 2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10. William L. Griever, Gary A. Lee, and Francis E. Warnock, "The U. S. System for Measuring Cross-Border Investment in Securities," *Federal Reserve Bulletin*, October 2001, 636.

第 12 章　制定战略投资决策

1. Harvey S. Rosen, "Data Bait," *Wall Street Journal*, 18 May 2005.

2. Caroline Baum, "Forecasters Swing From Tree to Tree, Miss Forest," *Bloomberg*, 17 May 2005.

3. Paul Krugman, "Running Out of Bubbles," *New York Times*, 27 May 2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Using Economic Indicators to Improve Investment Analysis，3e by Evelina M. Tainer

ISBN：9780471740964

Copyright © 2006 by Evelina M. Tainer.

All Rights Reserved. This translation published under license.

Simplified Chinese version © 2014 by China Renmin University Press.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著作权合同登记号
图字：01-2013-4537

WILEY
www.wiley.com

USING ECONOMIC INDICATORS TO IMPROVE INVESTMENT ANALYSIS (3E)

读懂经济指标 洞悉投资机会

（第三版）

本书是市场观察家和投资者极好的指南，我总把它放在手边。我也极力鼓励我的学生去读这本书，因为它提供了经济理论和现实世界之间宝贵的链接。

——加利福尼亚大学教授　莫林·J·马奎尔

要说如何运用经济指标改善投资，《读懂经济指标 洞悉投资机会》一书称得上是真正的“圣经”。

——剑桥消费信贷指数公司资深经济学家　艾伦·格米特

对于想理解经济运行的人来说，本书是必不可少的资源。埃维莉娜·泰纳为不同水平的投资者提供了清晰、准确的信息。

——怪兽公司研究部主管　杰西·哈里奥特

对于任何希望理解宏观经济数据的人来说，本书都是必备的。

——道琼斯公司高级分析师　克里丝蒂·巴伦堡

本书是一本实用价值极高的投资决策参考书和金融市场操作手册，也是日常理财的好帮手。

——经济学百科网



关注人大社经管好书

做大家好书　传至简之道

http://www.crup.com.cn/djbooks
http://www.a-okbook.com
购书热线：010-62517677,62510642
电子邮箱：djbooks@crup.com.cn



上架指导　投资/经济/畅销书



ISBN 978-7-300-19548-3
定价：49.00元